REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES



MEMOIRE

En vue de l'obtention du diplôme de Magistère en Sciences Economiques

Option : Monnaie-Finance-Banque

Thème :

Essai d'analyse de la contagion de la crise financière internationale de 2007 aux pays émergents

Sous la direction du :
Dr BOUYAHIAOUI Nasser

Présenté par :
Melle ZEMIRLI Radhia

Devant le jury composé de :

Président : Mr OUALIKENE Selim, Maître de conférences (A), UMMTO

Rapporteur : Mr BOUYAHIAOUI Nasser, Maître de conférences (A), UMMTO

Examinateurs : Mr CHITTI Mohamed, Maître de conférences (A), UMMTO

M^r AIT TALEB Abdelhamid, Maître de conférences (A), UMMTO

Mr AZOUANI Nacer, Maître de conférences (A), ESC Alger

Date de soutenance :

Remerciements

Je tiens tout d'abord à adresser mes profonds remerciements et à exprimer ma gratitude à Mr. BOUYAHIAOUI Nasser, pour avoir accepté de diriger ce travail de recherche, pour le temps qu'il a pu me consacrer et ses conseils avisés et enrichissants ainsi que son soutien sans limites. Ses qualités aussi bien intellectuelles qu'humaines ont largement contribué à rendre optimales les conditions de réalisation de ce mémoire, pour lesquelles je tiens à lui exprimer toute ma reconnaissance.

Mes remerciements sont exprimés également aux membres de jury, qui m'ont fait l'honneur d'accepter d'évaluer ce mémoire et de participer à sa soutenance.

Je remercie par ailleurs l'ensemble du corps enseignant du Département des Sciences Economiques, particulièrement de la Post-Graduation M.F.B., ainsi que mes camarades et amis, avec lesquels j'ai une relation toute particulière.

Pour finir, je tiens à exprimer mes plus sincères remerciements à ma famille et mes proches pour leur soutien de tous les instants.

Liste des abréviations et acronymes

- **ARM** Adjustable-Rate Mortgages
- **ABCP** Asset Backed Commercial Paper
- **ABS** Asset Backed Securities
- **BCE** Banque Centrale Européenne
- **BCG** Boston Consulting Group
- **BOR-OIS** Interbank Offered Rate- Overnight Index Swaps
- **BRICS** Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud
- **CAE** Conseil d'Analyse Economique
- **CCB** China Construction Bank
- **CDO** Collateralized Debt Obligations
- **CDS** Credit Default Swaps
- **CEPII** Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales
- **CNUCED** Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement
- **ECU** European Currency Unit (unité de compte européenne)
- **Fed** Federal Reserve : Banque Centrale Américaine
- **FESF** Fonds Européen de Stabilité Financière
- **FMI** Fonds Monétaire International
- **GSE** Government Sponsored Entreprises
- **HUD** Housing and Urban Development Department
- **ICBC** Industrial and Commercial Bank of China
- **IDE** Investissements Directs Etrangers
- **INSEE** Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques
- **LIBOR** London InterBank Offered Rate
- **LIBOR US** LIBOR dollar américain
- **MCE** Mécanisme de Change Européen
- **MESF** Mécanisme Européen de Stabilité Financière
- **MES** Mécanisme Européen de Stabilité
- **M2** Masse monétaire
- **NAHB** National Association of Home Builders

- **OCDE** Organisation de Coopération et de Développement Economique
- **OIT** Organisation Internationale du Travail
- **OMC** Organisation Mondiale du Commerce
- **OMO** Opérations d'Open Market
- **OPCVM** Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
- **OTD** Originate To Distribute
- **PDB** Points De Base
- **PDCF** Primary Dealer Credit Facility
- **PECO** Pays d'Europe Centrale et Orientale
- **PIB** Produit Intérieur Brut
- **PIIGS** Portugal, Irlande, Italie, Grèce et l'Espagne
- **PPA** Parité de Pouvoir d'Achat
- **PSC** Pacte de Stabilité et de Croissance
- **RMBS** Residentiel Mortgage-Backed Securities
- **SICAV** Société d'Investissement à Capital Variable
- **SME** Systéme Monétaire Européen
- **SPPE** Société de Prise de Participation de l'État
- **SPV** Special Purpose Vehicule
- **TAF** Term Auction Credit Facility
- **TED** Treasury Eurodollar
- **TSLF** Term Securities Lending Facility
- **UE** Union Européenne
- **URSS** Union des républiques socialistes soviétiques
- **USA** États-Unis
- **VLTRO** Opération de Refinancement à Très Long Terme
- **ZE** Zone Euro
- **ZES** Zones Economiques Spéciales

Sommaire

Introduction générale

Introduction générale

La littérature économique attache un rôle important au système financier dans son rôle pour stimuler la croissance et le développement économique. Ces derniers nécessitent un système financier qui peut jouer le rôle d'intermédiaire entre les différents acteurs afin de faciliter la formation du capital grâce à la fourniture d'une large gamme de services et d'outils financiers.

Or, le secteur financier ne peut remplir cette fonction convenablement que lorsqu'il est stable. Cependant, le système financier n'est pas statique et sa constante évolution, en raison des forces de l'innovation financière et de la déréglementation qui le soumettent à des instabilités (faillites bancaires, éclatement de la bulle, l'endettement et les défaillances dans le système de paiement en raison du gel de la liquidité) et à la fragilité financières. Par ailleurs, la forme la plus visible de l'instabilité et de la fragilité financières est la récurrence des crises financières qui sont devenues un élément récurrent des économies de marché (notamment les économies avancées et les économies émergentes) depuis les années 1970.

La théorie économique propose des explications plausibles de la grande fragilité des marchés financiers et de leur vulnérabilité aux crises financières, surtout lorsqu'ils dépendent de l'effet de levier (c'est-à-dire lorsqu'ils possèdent peu de capitaux par rapport au montant des actifs en jeu). Elle précise également que les crises financières sont protéiformes, c'est-à-dire que ce phénomène peut prendre diverses formes selon qu'elles frappent les marchés et institutions. Elles peuvent se manifester comme crise de change, crise bancaire, crise boursière, crise de liquidité, crise de resserrement de crédit, crise d'endettement ou crise de dette souveraine[1].

Ces crises financières ont été un phénomène commun à travers l'histoire, fortement liées à l'idée du capitalisme. En effet, cette récurrence des crises scande le cycle financier qui conduit le capitalisme de bulle en bulle. Comme le précise Kindlelberger : « Il n'y a pas d'économie de marché sans crises»[2]. Celles-ci se présentent comme des faits qui se produisent régulièrement et à rythme pro-cyclique. Plusieurs économistes ont multiplié les analyses, à l'instar de Kindlelberger (2004)[3], le plus célèbre économiste qui a écrit sur l'histoire des

[1]REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth: « This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », April 2008, p. 1. Tiré du site web: www.rrojasdatabank.info/rogoff2008.pdf. Date de consultation le: 23/03/2014.

[2] KINDLEBERGER Charles: « Histoire mondiale de la spéculation financière», éd. Valor, 4[éme] éd., France, 2004, p. 8.

[3] Idem, 2004.

crises financières internationales, ou encore les deux économistes de notoriété internationale, Reinhart et Rogoff (2010)[4], qui ont présenté une histoire quantitative des crises financières sous leurs différentes formes à travers maints pays, où ils expliquent pourquoi les crises financières tendent à être à la fois imprévisibles et dommageables. Comme on peut citer aussi Bordo et al. (2001)[5] qui ont tenté de comprendre comment ces phénomènes se répètent et ont donné une explication pouvant justifier leur fréquence.

L'histoire financière regorge donc de nombreuses crises. Elle est caractérisée de périodes d'euphorie suivies de brutaux retours à la réalité. Au cours des quatre derniers siècles, ces épisodes se sont succédés et affectent encore des pays à ce jour, mais le schéma que suivent ces crises financières n'est jamais rigoureusement identique. Selon le point de départ de la crise, selon le contexte économique et institutionnel et suivant les politiques économiques menées, l'amplitude et les caractéristiques des crises varient. Comme le souligne Boyer (1988) : « Les crises financières se suivent sans se répéter à l'identique »[6].

Pour ne citer que les exemples les plus connus, on retiendra la Grande Dépression de 1929, les crises du système monétaire européen (SME) de 1992-93, la crise asiatique de 1997, la crise russe de 1998, la crise argentine de 2001, et enfin, mais pas des moindres, la crise financière déclenchée en 2007 qui s'est transformée en une crise mondiale, la crise la plus coûteuse de l'histoire financière[7].

Si les crises financières ne disparaissent pas, il faut toutefois noter que leur nature évolue au fil du temps. Ainsi, il semblerait qu'elles soient de nature contagieuse. Autrement dit, une crise affectant un pays donné peut se propager à travers les marchés financiers internationaux et les liens réels et avoir un effet sur d'autres pays. Cette propagation des difficultés d'une économie à l'autre au sein d'une même région, et dans certains cas au-delà, est qualifiée depuis les années 1990 de « contagion » par le FMI[8], phénomène qui s'est accru avec le renforcement de la globalisation et de l'intégration des marchés financiers qui ont induit un contexte d'interdépendances entre économies où l'instabilité qui en résulte est mise en avant

---

[4] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth : « Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière », éd. Pearson, Paris, 2010.

[5] BORDO Michael, EICHENGREEN Barry, KLINGEBIEL Daniela, SOLEDAD MARTINEZ-PERIA Maria: « Financial crises: lessons from the last 120 years », Center for Economic Policy Research, Vol. 16, n° 32, April 2001.

[6] BOYER Robert in DE BOISSIEU Christian: « Les systèmes financiers: mutations, crises et régulation », éd. Economica, Paris, 2004, p. 93.

[7] Selon les estimations du FMI, le coût total de la crise financière de 2007 a atteint 11,9 milliards de dollars et il serait équivalent à un cinquième de la production annuelle mondiale. Tiré du FMI/World Economic Outlook (2011), p. 28.

[8] Perspectives de l'économie mondiale, FMI, 1999, p. 71. Tiré du site web: books.google.fr/books?isbn=1557758107. Date de consultation le : 22/03/2014.

afin d'expliquer l'occurrence des crises financières. En effet, il existe des économies qui sont renversées par des crises dont les causes leur sont totalement extérieures.

En outre, il convient de souligner, à cet égard, que la contagion se répand même vers des pays qui ont une situation économique saine ou qui ont des liens commerciaux et financiers limités avec le pays en crise, qu'elle engendre généralement des coûts sociaux et économiques importants et qu'elle se manifeste habituellement sous la forme de fuites sévères de capitaux, de pressions sur le taux de change pouvant faire baisser la crédibilité des monnaies nationales, de l'augmentation des taux d'intérêt, d'une chute des valeurs boursières et d'une baisse des échanges commerciaux…etc. Ce phénomène produit alors une détérioration permanente des fondamentaux des pays affectés.

La contagion est donc un phénomène complexe et aux multiples facettes et qui, en dépit d'études nombreuses et poussées, reste un phénomène difficile à identifier. En effet, le champ de recherche sur la question de la contagion internationale des crises financières peut être qualifié d'embryonnaire puisque cela concerne un phénomène récent qui ne s'est présenté qu'avec les crises des années 1990 et des années 2000.

Au cœur de ces crises financières, la crise financière internationale de 2007 a été marquée par une grande agitation ayant affecté le système financier mondial, ainsi que par une brusque dégradation de l'économie mondiale. Il en a résulté un enchaînement assez spectaculaire de krachs qui a commencé par l'effondrement du marché des prêts hypothécaires à risque provoquant l'éclatement de la bulle immobilière. Celle-ci a constitué le facteur déclencheur de cette crise, la plus sévère depuis la Grande Dépression des années 1930 où un trait commun doit être souligné entre les deux crises, surtout considéré du point de vue des États-Unis qui sont à l'épicentre.

Cette crise cataclysmique s'est fortement accentuée en septembre 2008 avec la faillite de plusieurs établissements financiers (notamment Lehman Brothers) provoquant un début de crise systémique qui s'est transformée en crise économique sans précédents et qui s'est propagée rapidement et de manière séquentielle d'un pays à l'autre dans un court intervalle.

Beaucoup d'économistes et de responsables politiques sont restés surpris par son ampleur, par la vitesse de sa diffusion et sa portée géographique. En effet, la sévérité et l'ampleur de cette crise ainsi que la rapidité de sa propagation à travers le monde viennent de remettre en avant des préoccupations par rapport au phénomène de contagion.

L'effondrement brutal des pays avancés en un temps record ainsi que la transmission des effets de contagion de ce choc aux pays émergents qui semblaient résilients et à l'abri de la

crise initialement, a fait raviver le débat sur la relation entre contagion et interdépendances. C'est ainsi que la thèse d'une transmission via des liens réels et financiers, même dans le cas d'une faible interconnexion (commerciale ou financière), a pris plus de relief chez les spécialistes en la matière.

Dés lors, il convient de s'interroger sur la possibilité d'analyser empiriquement ce phénomène de contagion dans un contexte mondial où les économies sont caractérisées par un fort degré d'interdépendance tout en tenant compte, par ailleurs, de l'effet des fondamentaux (c'est-à-dire de la fragilité préexistante des économies affectées).

La vérification empirique de la pertinence de ces deux facteurs dans la contagion de la crise financière internationale de 2007 vers les économies émergentes, sera l'objet de notre travail de recherche.

- **Problématique et hypothèses de recherche**

Le point frappant de la crise financière internationale de 2007 est son aspect mondial. Les principaux indices de croissance ont chuté de manière simultanée. Une telle synchronisation des conjonctures étant tout à fait exceptionnelle.

Plus ouverts que d'autres et historiquement en croissance rapide, les pays émergents, après avoir d'abord relativement bien résisté, ont fini par être durement frappés par les récessions de la fin des années 2000 dans les pays avancés. En effet, dans le cas d'une crise d'une ampleur aussi grande, il n'était pas surprenant que celle-ci se soit propagée vers d'autres pays. Les pays émergents affectés partageaient de nombreuses similarités structurelles et entretiennent d'importants liens commerciaux et financiers. Ces économies étaient donc fortement intriquées, aussi bien durant la période de stabilité, que durant la période de crise.

La crise s'est transmise donc à ces pays par différents canaux, notamment : commercial et financier. Toutefois, il y a eu des différences considérables entre les pays affectés avec des niveaux variables de résilience et de vulnérabilité.

Ces faits nous conduisent à poser une question cruciale autour de laquelle s'articulera notre travail de recherche:

Comment la crise financière internationale de 2007 s'est transmise aux pays émergents ? Et quel a été son effet de contagion ?

De cette problématique principale découlent d'autres questions secondaires :

- Quels en sont les mécanismes de transmission de la crise financière internationale de 2007 vers les pays émergents ?
- A quel point les a-t-elle atteints ? et comment a-t-elle pu avoir des effets dévastateurs d'une ampleur aussi grande ?
- Les pays émergents présentant les plus fortes vulnérabilités[9] sont-ils les plus touchés par la crise ?

Nous nous intéresserons dans ce travail de recherche aux pays suivants : les BRICS, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie. Ces pays constituent un échantillon représentatif des pays émergents, dont le choix de ces pays est principalement justifié par les trois raisons. En premier lieu, parce que ce groupe de pays représente une partie de plus en plus importante de l'économie mondiale. Depuis quelques années, ils font preuve d'un dynamisme économique tel qu'ils sont susceptibles de devenir dans les prochaines années les locomotives de l'économie mondiale. En deuxième lieu, parce que la plupart de ces pays ayant été affectés par des crises de grande ampleur avec des coûts macroéconomiques considérables. Ils ont ainsi une volatilité des variables macroéconomiques et macro-financières plus élevée. Et en dernier lieu, pour la rareté des travaux à ce sujet sur ces pays.

Les hypothèses retenues afin de répondre à notre problématique sont :

- ***H1* :** La crise s'est transmise aux pays émergents à travers les canaux commercial et financier.
- ***H2* :** Les pays les plus touchés sont les plus exposés au risque de contagion vis-à-vis des pays avancés.
- ***H3* :** Les pays émergents, dont les fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers sont robustes, sont ceux qui ont bien résisté à la crise.

- **Objectif et apport du mémoire**

L'objectif de ce mémoire est d'étudier la contagion des crises financières internationales, en s'intéressant plus particulièrement à l'analyse empirique de la contagion et de l'effet de contagion de la crise financière de 2007 sur les pays émergents tout en tenant compte de la

[9] La notion de vulnérabilité est à conceptualiser en termes d'interdépendances et de faiblesses des fondamentaux qui vont se matérialiser en termes d'effets de contagion.

forte interconnexion des économies étudiées et de leur fragilité préexistante. Autrement dit, il s'agit de souligner l'importance des facteurs « interdépendances » et « fondamentaux » dans la contagion de cette crise vers ces pays. Ces deux facteurs sont complémentaires et non alternatifs, d'où l'importance de vérifier leur pertinence dans la transmission de cette crise aux économies émergentes et de montrer leur significativité dans l'affectation de celles-ci.
Il s'agit aussi de montrer que des pays émergents, dont les fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers sont robustes peuvent néanmoins être affecté par une crise par des effets de contagion sans pour autant témoigner d'une vulnérabilité fondamentale qui pourrait leur être propre.

Ainsi, dans notre analyse de la contagion de la crise financière de 2007 aux pays émergents, nous n'identifierons que la contagion fondamentale qui s'opère à travers les liens commerciaux et financiers tout en omettant l'autre forme de la contagion notamment la contagion pure qui se manifeste par le changement des anticipations des investisseurs internationaux, qui exige des outils d'analyse plus performants notamment l'utilisation des modèles à changements de régime markoviens (MS-VAR) qui permettent de détecter des changements structurels, dont nous ne disposons pas.

Par ailleurs, l'apport de notre recherche est double :

- Il est tout d'abord théorique. Dans ce mémoire nous nous efforçons en effet de cerner les éléments théoriques que sous entend la notion de crises financières et d'effet de contagion afin d'apporter une meilleure compréhension de la nature des crises financières et de leur recrudescence et du caractère souvent surprenant du phénomène de contagion de ces crises.
- Simultanément notre travail de recherche tend à montrer que la contagion n'exclut pas le rôle de l'interdépendance et des fondamentaux dans les crises financières internationales. Nous vérifierons sa complémentarité avec ces deux facteurs tout en se référant à certaines études et rapports réalisés dans ce cadre.

  Nous montrerons aussi que l'impact de la crise financière de 2007 sur les pays émergents est plus important dans les pays qui disposaient de faibles fondamentaux constituants des vulnérabilités potentielles lors de la matérialisation d'effets de contagion. Nous confirmerons dès lors le résultat des travaux antérieurs ayant travaillé sur ce sujet, qui postule que toute tension dans une économie ne peut s'expliquer que

par une vulnérabilité déjà existante dont les effets de contagion ne viendront que renforcer l'impact.

- **Cadre méthodologique et bibliographique**

En ce qui concerne l'approche méthodologique adoptée, nous avons opté pour différentes méthodes. Ainsi, on retrouve les méthodes historique et descriptive, bâties sur une exploitation de la littérature sur le sujet, à travers lesquelles nous présentons les fondements théoriques des crises financières et de leur contagion. Ensuite, intervient la méthode analytique, appuyée sur une analyse de contenu qui nous permettra d'analyser quelques indicateurs de l'état pratique de l'impact de la crise financière internationale de 2007 sur les principaux pays émergents. Cette méthode nous a été d'une grande importance d'autant plus qu'elle nous a donné la possibilité de procéder systématiquement à l'examen des données recueillies relatives à notre sujet de recherche, tout en se référant à certaines études et rapports réalisés dans ce cadre.

Quant à la recherche bibliographique, la méthode de recherche mise en place a consisté en une lecture approfondie des ouvrages, revues scientifiques et articles récents entourant le débat sur les crises financières et leur contagion. En outre, il s'est avéré également utile de creuser sur la lecture des études expérimentales et analyses empiriques sur le sujet, et ceci pour les aspects théoriques.

Pour ce qui est du cadre d'analyse, nous avons utilisé les données statistiques recueillies auprès des sites officiels des organismes internationaux (FMI, Banque Mondiale, CNUCED et OMC). Toutefois, il faut souligner que l'accès aux données statistiques nécessaires et complémentaires n'est pas aisé, raison pour laquelle on a fait abstraction de certains indicateurs dans l'analyse empirique qui est réalisée.

- **Structuration du mémoire**

L'axe de notre recherche s'articulera tout d'abord autour de l'analyse des contours théoriques des phénomènes de crises financières et de contagion pour en capter les différents aspects théoriques y afférents, pour ensuite se confronter aux faits empiriques.

Pour ce faire, ce mémoire sera subdivisé en quatre chapitres complémentaires :

Dans les deux premiers chapitres, nous allons tenter de présenter un cadre théorique faisant confronter les phénomènes des crises financières avec leur aspect contagieux, dans lesquels nous procéderons, dans un premier chapitre, par l'analyse des crises financières qui se concentre volontairement sur la définition d'une crise par une approche générale pour en

comprendre la nature même de ce phénomène. Les éléments qui en ressortiront seront appliqués à la sphère économique et au secteur financier plus particulièrement. Ensuite, une large description des méthodes de déterminations et d'anticipations, couramment utilisées en sciences économiques, permettra de mettre en avant la logique aujourd'hui adoptée pour les conceptualiser. Puis, nous nous intéresserons à l'historique des crises financières qui permettra de clarifier leurs origines mais aussi leurs caractéristiques et de donner une explication pouvant justifier leur fréquence accrue à partir des années 1990.

Dans le deuxième chapitre, nous nous pencherons sur la question de la contagion internationale des crises financières. D'un point de vue théorique et empirique, le problème qui se pose dans l'analyse de la contagion est l'absence d'une approche ou définition de celle-ci qui soit amplement reconnue. De ce fait, nous chercherons à intégrer dans ce mémoire, l'analyse des différentes conceptions de la contagion et les différents canaux de transmission de celle-ci de façon détaillée. Mais avant, nous allons tenter aussi de passer en revue les différentes approches théoriques pour éclairer et rendre intelligibles ces phénomènes de crises financières et de leur contagion.

Dans les deux derniers chapitres, qui font l'objet d'évaluations empiriques dans ce mémoire, nous étudierons dans le troisième chapitre les divers aspects de la crise financière de 2007. Tout un ensemble d'éléments se doit être analysé pour en comprendre l'évolution : de l'origine de la crise jusqu'à sa matérialisation, puis de sa transmission et de ces conséquences sur les sphères financière et réelle et ensuite les réponses apportées pour endiguer les effets de cette crise. Le plus important est que le diagnostic de la genèse et des forces motrices de la crise pourrait nous aider à comprendre pourquoi la crise s'est développée d'une façon exceptionnelle.

Ensuite, dans le quatrième chapitre, nous allons se focaliser sur l'analyse de la contagion de cette crise aux pays émergents et de son impact sur les fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers tout en intégrant le rôle des interdépendances et de l'état des fragilités préexistantes des économies étudiées, c'est-à-dire de l'état des fondamentaux pendant la période pré-crise en montrant que la dégradation sous-jacente de ces derniers a renforcé les effets de contagion de la crise avec son imbrication bien sûr aux facteurs d'interdépendances.

Chapitre I :

Les aspects théoriques et conceptuels relatifs aux crises financières

Introduction

Les crises financières ont été un phénomène commun à travers l'histoire, qui scande le cycle financier en prenant diverses formes. De tous temps et sur tous les territoires, des tensions financières ont pu voir le jour. Ainsi, en dépit d'être un élément d'analyse complexe, les crises financières ont fait l'objet d'une vaste et riche littérature, tant au regard de leur nature, récurrence mais surtout de l'incapacité à les prévenir afin d'en amoindrir les coûts financiers et réels.

L'analyse des crises financières est un exercice périlleux du fait même du problème posé par la définition d'une crise financière. La notion de « crise financière » fait partie de ces notions très floues du lexique économique, notion assez largement dominée par les événements et l'histoire, car on fait face à un phénomène qui change dans le temps et qui prend des aspects différents selon la période et les lieux où il s'annonce. De plus, les crises financières sont protéiformes, donc la difficulté est d'autant plus présente car ce phénomène peut prendre diverses formes selon qu'elles frappent les marchés et institutions.

L'objectif recherché dans ce chapitre est de tenter de comprendre la nature, les caractéristiques et l'évolution des crises financières. Une description dynamique de ce phénomène, à travers sa définition, sa détermination puis sa réalisation, doit permettre d'offrir les fondements nécessaires à la réflexion de la problématique du mémoire.

Ce chapitre se concentre sur les notions théoriques. Il vise à introduire le phénomène des « crises financières ». Il sera organisé autour de trois sections. Dans la première section, il sera question de définir la notion de « crises financières » et de déterminer les différentes formes que prennent ces crises pour se manifester. Dans la deuxième section, un inventaire des méthodes de mesure et d'anticipation des crises financières va venir compléter l'analyse. Le retournement brutal sur le marché financier du prix des actifs lors du dépassement d'un seuil qui aura été défini préalablement offre l'opportunité de quantifier l'occurrence de ce phénomène. Une énumération de variables macroéconomiques et macro-financières, à travers un comportement changeant avant la réalisation d'une crise, doit permettre de les anticiper. Et enfin, dans la dernière section, on s'intéresse à l'historique de ces crises où on constate leur fréquence régulière et leur accélération à partir des années 1990.

Section 1 : Définition et typologie des crises financières

Les crises financières ont, tout le temps, rythmé l'histoire du capitalisme en prenant des formes diverses. Cette diversité a fait qu'il n'est pas facile d'en tirer des enseignements généraux permettant de conceptualiser et de sortir des définitions et des explications claires sur les phénomènes touchant de prés les crises financières. Toutefois, le regain d'intérêt des économistes a permis de trouver des analyses et des interprétations concernant ce phénomène.

Ce travail se voulant constructif, son cheminement repose d'abord sur l'analyse des concepts de base des phénomènes de crises pour ensuite se confronter à la théorie économique et enfin aux faits empiriques.

Dans cette section, il s'agit de faire comprendre le concept de crises financières, le rendre clair et développer le sens qu'il véhicule. Pour cela, nous tentons de présenter une description dynamique de ce phénomène, à travers sa définition par une approche générale qui va se focaliser ensuite sur ses caractéristiques au regard du secteur de la finance, sa typologie, sa détermination puis sa réalisation.
Ce retour sur la notion de crise est le point de départ du cheminement de la réflexion.

1. Définition des crises financières par une approche générale

Cette approche qui se veut d'abord générale, en y décrivant la crise de façon globale, va ensuite se focaliser sur ses caractéristiques au regard du secteur de l'économie et de la finance.

Un premier contour peut permettre de décrire les mécanismes de fonctionnement de la notion de crise. De façon générale, elle peut être interprétée comme le produit d'un ensemble d'éléments ayant pour origine son environnement, engendrant un écart important par rapport à un état de référence jugé normal. La crise est souvent perçue comme un événement non prévu, non contrôlé. C'est souvent un événement à impact négatif sur l'image de la société.
Le sens commun évoque lui, une phase grave dans l'évolution des choses, des événements et des idées. Tandis que le philosophe Comte-SPONVILLE définit la crise comme : « Un changement rapide et involontaire, qui peut s'avérer favorable ou défavorable, mais qui est toujours difficile et presque toujours douloureux »[1].
La littérature spécialisée dans le domaine de la gestion de crise avance des définitions plus précises. Celles-ci sont nombreuses et variées. Celle de Roux-Dufort qui définit la crise

[1] SPONVILLE in RENAUDIN Hervé, ALTEMAIRE Alice : « Gestion de crises : mode d'emploi », éd. Liaisons, Pays-Bas, 2007, p. 12.

comme : « Une situation ambigüe où les causes et les effets sont inconnus »[2]. Cette définition précise avant tout les conséquences d'une crise, sans réellement approfondir sa nature.

Shrivastava propose quant à lui une explication sur la nature même de la crise : « Une crise est un processus de transformation induit par une rupture majeure qui force à la restructuration des systèmes naturels, humains, sociaux et économiques »[3]. Notons à cet égard qu'il ne définit plus la crise comme un événement soudain et inattendu, mais comme un processus. Ce qui laisse supposer un enchainement, des liens de cause à effet, et finalement le fait qu'une crise n'est jamais totalement imprévisible.

Ainsi, on comprend aisément que les différentes définitions de la crise oscillent entre tentative d'explication de la nature même de cette dernière, en séparant celles qui portent sur la notion de processus et celles qui favorisent la notion d'accident et d'imprévisibilité, et l'explication des conséquences ou effets visibles de la crise.

Cependant, une définition descriptive ne doit pas pour autant faire oublier la dynamique de temporalité qui est propre au phénomène de crise. Le processus peut être présenté en trois temps complémentaires : la période antérieure à la crise, la période de crise puis la période postérieure à la crise (Lecomte, 1986)[4].

Selon cet auteur, chacun de ces temps est régi par un mécanisme pouvant induire un enchainement potentiel vers la période suivante. Il donne le raisonnement suivant et, bien que destinés à des applications médicales[5], en décrit une dynamique intéressante :

La période antérieure à la crise comprend trois étapes complémentaires que sont un événement dangereux induisant un état vulnérable puis un facteur déclenchant qui renforce la situation de stress. Si l'organisme est capable d'appréhender puis d'anticiper les tensions alors subies, il va se diriger vers un nouvel équilibre sans passer par une situation critique pouvant être définie comme une crise. S'il n'en est pas capable, il va entrer dans la période de crise. Lorsque le déséquilibre n'est plus maitrisé, deux comportements vont s'enchainer l'un après

---

[2] ROUX-DUFORT in RENAUDIN Hervé, ALTEMAIRE Alice, op. cit., 2007, p. 12.

[3] SHRIVASTAVA in RENAUDIN, Alice ALTEMAIRE, op. cit., 2007, p. 13.

[4] LECOMTE in CUENOUD Thibault: « Crises financiers et fondamentaux macroéconomiques: une relation ambivalente », Thèse de Doctorat, 2012, p. 21.

[5] Il faut savoir que le premier domaine d'étude à faire appel à la notion de crise est celui de la Médecine hippocratique, tel qu'il a été expliqué par Philippe GILLES dans son ouvrage « histoire des crises et des cycles économiques». Selon lui, certains auteurs assimilaient la société à un organisme vivant et que la crise représente une pathologie se régulant naturellement, c'est-à-dire sans intervention extérieure, ou tout au plus par l'entremise d'opérations allant dans le sens de la société naturelle. En l'occurrence, c'est J-B. Say (1840), qui illustre le mieux cette idée puisqu'il fonde, en grande partie, la scientificité de l'économie politique sur un rapport analogique avec la Médecine, allant jusqu'à assimiler l'économie à une « physiologie du corps social ». GILLES Philippe, op.cit., 2009, p.7.

l'autre. Il va d'abord y avoir un processus de désorganisation qui s'apparente à de la panique induit par l'incapacité apparente à réguler cette situation «anormale». Ensuite, un processus de réorganisation issue d'efforts de réappropriation du nouvel environnement va se poursuivre. Il va s'ensuivre une transition vers la dernière étape qui est la période postérieure à la crise par un retour à un nouvel équilibre[6].

Par ailleurs, ce détour épistémologique par rapport à notre objet premier (l'étude des crises économiques et financières) se comprend, et se justifie, dans la mesure où c'est en rapport avec la Médecine que se réalise, à partir de la fin du XVIIIème siècle, le transfert de la notion de crise à d'autres domaines, notamment l'économie politique.

L'utilisation de la notion de crise dans le cadre des sciences économiques peut donc être assimilée aux définitions proposées plus haut. Ainsi, le concept de crise repose sur la nature cyclique de la croissance économique lors d'une chute de la production**.** Afin de le matérialiser, un retour historique peut être envisagé.

Les crises économiques ont d'abord été des crises où des problèmes d'ajustement entre l'offre et la demande sur les marchés des biens et services ont pu apparaitre. A partir d'un élément perturbateur, le facteur déclenchant, l'équilibre va être perturbé pour donner naissance à une fluctuation de prix au sein d'un secteur d'activité. Un retour à l'équilibre se mettra en place où un nouveau prix sera défini, issu d'une nouvelle confrontation entre l'offre et la demande. La régulation nécessaire à ce retour à l'équilibre a pu nécessiter une intervention publique et la mise en place de nouveaux outils de production.

La production agricole est, historiquement, un exemple de crise économique. L'élément déclenchant y est majoritairement constitué par les aléas climatiques, débouchant sur une crise de sous-production faisant augmenter les prix au regard de la force de la demande ou une crise de surproduction agricole faisant diminuer les prix au regard de la faiblesse de la demande. De plus, l'amplification des échanges à partir de l'ère industrielle a renforcé la fluctuation des prix des marchandises par les forces de l'offre et de la demande. D'autres éléments perturbants sont alors entrés en jeu (solvabilité de la demande, intervention de l'Etat, innovations…etc.). L'annexe n°1 illustre clairement cette interprétation.

Néanmoins, à partir du XXème les crises économiques ou de production ont été définies de crises de sous-consommation où le facteur perturbateur va engendrer une chute des prix influençant le niveau de production. La demande n'était pas suffisamment solvable pour satisfaire la croissance de l'offre.

---

[6] Lecomte in CUENOUD Thibault, op. cit., 2012, p. 21.

Aujourd'hui, nous assistons à des phénomènes de crises économiques plus globalisés tant les structures de production et la population des consommateurs se sont mondialisées. Les périodes contemporaines de crises économiques se caractérisent au niveau international par l'apparition d'un déséquilibre massif des paiements internationaux. Pourtant, la dynamique des crises économiques reste la même.

Toutes ces situations dites « historiques » de crise se traduisent concrètement par une baisse des prix, une multiplication des faillites et un fléchissement de la production et de l'emploi. Ainsi, La dynamique de la croissance économique apparait structurée par des cycles de hausse puis de baisse dont les périodes de crises sont le lien entre récession et expansion.

Par ailleurs, quant à l'utilisation de la notion de « crise » en finance est particulièrement délicate dès lors que le concept central de crise perd, à cause d'une multiplication d'usage, beaucoup de ses significatifs analytique et empirique.

En effet, définir, de façon abstraite, ce qu'est une crise financière n'est ni aisé ni pédagogique. En premier lieu, les crises ne sont pas circonscrites à un seul domaine de la finance, mais peuvent en frapper plusieurs : le marché des actions, des obligations, du crédit, des changes, de l'immobilier…etc. La crise ne se reproduit donc jamais tout à fait à l'identique. En second lieu, il n'existe pas de définition précise et incontestée de la crise. Il est des moments où, sans se perdre en conjectures sur la définition du mot, tout le monde s'accorde pour constater l'existence d'une crise financière.

Ainsi, la littérature tente de fournir différentes définitions de la crise financière, sous sa forme la plus générale, la crise financière peut être définie comme un grave dysfonctionnement de la sphère financière qui peut toucher les marchés boursiers (effondrement des cours), le système bancaire (risques excessifs et panique des déposants) et le marché des changes (la réduction des réserves de change), qui renvoi à son tour à des déstabilisations économiques générées par les variations instables de taux de change, les retrais importants de capitaux…etc., au cours desquels le système financier n'est pas capable d'assurer ses fonctions de base, ce qui aura des implications sur l'activité économique réelle.

Certains auteurs essaient d'utiliser des caractéristiques plus précises pour définir la crise financière. Par exemple Nyahoho, de son point de vue : « La crise financière est une situation de perturbation généralisée telle que les marchés financiers sont dans l'incapacité d'allouer

efficacement les fonds vers les agents de bonne cote de crédit et susceptibles de réaliser les investissements productifs »[7].

Cette définition tente de décrire l'attitude de la crise financière une fois déclenchée et ses conséquences éventuelles sur les marchés financiers. Le terme « perturbation » est utilisé pour laisser entendre que les crises financières empêchent le fonctionnement et le déroulement normal des marchés financiers. Ce même terme est choisi pour montrer à quel point les marchés financiers sont bouleversés et incapables d'exercer le rôle qui leur est attribué.

D'autres auteurs nous livrent différentes définitions, à l'exemple de Aglietta (2001) qui dit : « Il y a crise financière véritable lorsqu'un accident localisé peut se propager à l'ensemble du système financier à cause des externalités qui sont inhérents à la présence du risque de système »[8].

Ou alors Mishkin et al. (2010) dans leur ouvrage « Monnaie, banque et marchés financiers », nous donnent la définition suivante : « Les crises financières surviennent quand une rupture profonde du système financier accentue l'asymétrie d'information qui aggrave les problèmes d'anti-sélection et de risque moral au point où le système financier n'est plus capable de canaliser les fonds vers les ménages et les entreprises porteurs de projets d'investissement productif et où se produit une forte contraction de l'activité économique. Six catégories de facteurs expliquent essentiellement les crises financières : l'effet des prix d'actifs sur les bilans, la détérioration des bilans des institutions financières, les défaillances dans le secteur bancaire, la montée de l'incertitude, l'accroissement des taux d'intérêt et les déséquilibres des finances publiques »[9].

Par ailleurs, les deux économistes de notoriété internationales, Reinhart et Rogoff (2010), se sont intéressés à un autre angle des crises financières à savoir leur dimension internationale. Ils proposent une définition pratique des crises financières mondiales, à travers laquelle ils évoquent : « En gros, quatre éléments principaux distinguent la crise mondiale des crises régionales ou multinationales moins virulentes :

- Une ou plusieurs places financières internationales sont embourbées dans une crise systémique d'une forme ou d'une autre. Cette « condition » garantit qu'au moins l'un des pays affectés tient une place importante (quoique pas nécessairement dominante)

---

[7] NYAHOHO Emmanuel : « Finances internationales : théorie, politique et pratique », Presses de l'Université du Quebec, 2ème éd., Canada, 2002, p. 134.
[8] AGLIETTA Michel : « Macroéconomie financière 2 : crises financières et régulation monétaire », éd. La Découverte, Paris, 2001, p. 8.
[9] MISHKIN F., BORDES C., HAUTCOEUR P-C., LACOUE-LABARTHE D., RAGOT X. : « Monnaie, banque et marchés financiers », éd. Pearson, France, 2010, p. 295.

dans le PIB mondial. Les crises des places financières internationales affectent aussi, directement ou indirectement, les flux financiers en direction de nombreux autres pays.

- La crise touche au moins deux régions distinctes.
- Le nombre de pays en crise dans chaque région est d'au moins trois. En comptant le nombre de pays affectés (par opposition à la part du PIB régional affectée par la crise), on s'assure qu'une crise dans un grand pays (comme le Brésil en Amérique latine ou le Japon et la Chine en Asie) n'est pas suffisante pour définir l'épisode de crise »[10].

En outre, l'occurrence d'une crise financière aborde dans sa dynamique une temporalité propre à l'ensemble des crises. Il y a tout d'abord un événement déclencheur que Minsky décrira de « déplacement », qui pousse les capitaux à se diriger vers le secteur d'activité devenu attractif.

L'attractivité d'un secteur va dans un premier temps se renforcer et la demande d'actifs financiers pour y investir va faire augmenter le prix de ces actifs, confortant d'autant plus la rentabilité espérée. Ce processus de spéculation est décrit comme « l'euphorie » (Minsky, 1975)[11] ou « l'overtrading » (Kindleberger, 2005)[12]. Il s'agit néanmoins d'une augmentation de la vulnérabilité de la sphère financière au regard de la spéculation alors engendrée.

Donc, un facteur déclenchant va marquer le début du retournement à l'origine de la panique généralisée. Le signal spécifique qui marque le début de la crise, peut-être la faillite d'une banque ou d'une entreprise, prise au piège du crédit. De ce fait, les prix baissent et les faillites se multiplient. La liquidation se fait parfois dans le bon ordre, mais le plus souvent dégénère en panique quand on s'aperçoit qu'il n'y a pas suffisamment d'argent en circulation pour permettre à tous de réaliser les plus-values attendues (Kindleberger, 2005)[13]. Les banques vont alors restreindre fortement l'accès au crédit au regard de l'augmentation du risque de défaut des agents économiques.

Le retour à un nouvel équilibre devient envisageable lorsque l'une au moins des trois conditions suivantes est présente : les prix des actifs sont devenus tellement bas que de nouveaux investisseurs sont prêts à les racheter, les transactions peuvent être stoppées en

---

[10] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth, op. cit., 2010, p. 282.

[11] MINSKY Hyman in SCHALEK Christophe: « Cycle de Minsky et crises financiers au 19e siècle». Tiré du site web : economix.fr/docs/9/schalek_RE.pdf. Date de consultation le : 25/03/2014.

[12] KINDLEBERGER Charles: « Manias, Panics, and Crashes: A history of financial crises », 2005, p. 90. Tiré du site web: www.nowandfutures.com/large/Manias,Panics,andCrashes.pdf. Date de consultation le: 02/04/2014.

[13] Idem, 2005, p. 61

clôturant le marché, un prêteur en dernier ressort apporte sa garantie afin de restaurer la confiance. Lorsque les liquidités sont de retour sur le marché financier, un nouvel équilibre se forme où un nouveau prix des actifs qui était à la source de la spéculation est défini.
Les crises abordent des thématiques larges dont la finance fait partie. Leurs dynamiques peuvent être mises en parallèle au regard des faits empiriques de l'histoire économique et financière des sociétés. Le cycle de l'activité économique amplifié par l'intermédiation financière apporte des éléments de compréhension. Les marchés financiers, à travers la détermination du prix d'équilibre des actifs, se résument à la confrontation entre une offre et une demande. C'est alors tout élément perturbateur du marché qui va induire une dépréciation significative du prix des actifs à l'origine de la crise.

Ce concept de « crises financières » peut se clarifier davantage en citant les différentes formes que prennent ces crises. Il semble opportun alors de s'étendre sur les définitions précises concernant presque tous les genres (types) de crises financières.

2. Typologie des crises financières

La littérature distingue généralement trois types de crises financières qui relèvent de problématiques différentes : les crises bancaires, crises de change, crises de la dette. Ces trois types de crises ne sont pas généralement liées entre elles, même si parfois il existe des interconnexions et dans ce cas on parle de « crises jumelles »[14].

Dans ce qui suit, nous aborderons les différents types de crises financières. D'abord, les crises bancaires qui, lors de leur survenance, un pays s'aperçoit en général qu'un vaste pan de son secteur bancaire est devenu insolvable par suite de lourdes pertes sur ses investissements, de paniques bancaires ou des deux. Puis, les crises de change ou crises monétaires, qui sont classiquement interprétées comme une crise qui voit chuter à pic la valeur d'une devise nationale, même si souvent le gouvernement donne la garantie de ne pas dévaluer sa monnaie. Une autre catégorie importante est celle des crises de la dette ou défauts souverains qui surviennent quand un gouvernement se trouve incapable de rembourser ses obligations extérieures et/ou intérieures. Par ailleurs, certaines études distinguent d'autres types à savoir les crises inflationnistes qui sont marquées par des épisodes d'inflation très élevée, que l'on

[14] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen: « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », American Economic Review, Vol. 89, n° 3, 1999, p. 476.

identifie à partir d'un seuil d'inflation d'au moins 40% sur douze mois[15]. Ou alors les crises boursières, connues dans littérature sous l'expression de « krach boursier » qui désigne l'effondrement brutal des prix des actifs. Il est considéré comme une conséquence inévitable de la bulle que constitue l'évolution positive continue des prix, et qui est généralement liée à un comportement spéculatif des opérateurs sur le marché boursier. Aussi, on peut observer des crises jumelles[16] qui sont, essentiellement, l'association des crises de change avec des crises bancaires.

Toutefois, notre présentation ici est moins ambitieuse, nous nous contenterons de fournir une analyse typologique succincte des crises financières, en l'occurrence : les crises bancaires, les crises de changes et les crises de la dette souveraine. Nous y ajoutant aussi leurs différents aspects à travers les interconnexions qui coexistent entre ces types de crises financières.

2.1. Les différents types des crises financières

2.1.1. Les crises bancaires

Nous commencerons par définir les crises bancaires, à la fois parce qu'elles sont universelles et d'une grande importance historique depuis longtemps, et parce qu'on peut les identifier de manière relativement simple et claire. Cependant, toutes les crises bancaires sont différentes même si elles partagent un certain nombre de caractéristiques communes. Dans un premier temps, nous proposons de donner une définition conceptuelle et empirique en référence à des travaux faits à ce sujet, puis dans un deuxième temps, nous citons les formes qui découlent des crises bancaires.

2.1.1.1. Définition des crises bancaires

La définition conceptuelle renvoie à un ensemble de notions ou d'éléments prenant en compte l'identification ou la description de l'événement « crises bancaires ». Très généralement elles font suite à une période de forte expansion du crédit et de forte hausse de la valeur des actifs boursiers et/ou immobiliers dans un mécanisme largement auto-entretenu puisque l'augmentation de la valeur des actifs qui sont susceptibles d'être utilisés pour garantir les prêts justifie de nouveaux prêts, même si la justification économique intrinsèque

---

[15] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth: « From Financial Crash to Debt Crisis », American Economic Review, Vol. 101, n°5, 2011, p. 1678.
[16] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen, op. cit., 1999, p. 476.

de ces derniers n'est pas avérée. Tout choc externe qui remet en cause la valeur de ces actifs met en évidence la mauvaise qualité des prêts et la crise éclate. Les pertes réduisent les fonds propres des banques, les banques les plus engagées deviennent insolvables et tant que des doutes subsistent sur l'ampleur et la répartition des pertes, les marchés deviennent totalement illiquides.

De manière générale, on parle de crise bancaire lorsque certains événements débouchent sur la mise en difficultés financières de plusieurs banques, voir leur faillite. Krugman (1999)[17] donne une explication à ce type de crise par le mécanisme de « l'aléa moral »[18]. Il observe que les banques ont tendance à développer des prêts et des placements très risqués parce qu'elles souffrent de l'asymétrie d'information et elles bénéficient de garanties du moins implicites de la part des autorités monétaires.

Mais concrètement comment reconnaître une crise bancaire ? Plusieurs définitions et explications sont données aux crises bancaires. Les unes se contentent de délimiter un cadre théorique tandis que d'autres, plus récentes et moins abondantes mais incontournables pour toute application empirique, donnent aux crises bancaires une dimension plus quantitative. Une crise bancaire peut être le résultat d'une faillite d'une grande partie ou de la totalité des établissements bancaires. Elle peut également être le résultat d'une faillite isolée, qui affectera plus tard les autres banques ou encore un choc qui conduira brusquement tout le système bancaire à la crise.

Caprio et Klingebiel (1997) dans une étude approfondie sur les crises bancaires systémiques et non systémiques, fournissent une explication détaillée de la crise bancaire systémique. Les auteurs identifient trois types d'insolvabilité bancaire qui peuvent être qualifiées de crise bancaire systémique, à savoir[19] :

- Des ruées facilement repérables vers le système bancaire : une panique bancaire qui n'est qu'une ruée systémique, arrive lorsque les déposants de tout le système bancaire ou d'une partie importante demandent soudainement la convertibilité en billets de

---

[17] KRUGMAN Paul: « Balance sheets, the transfer problem, and financial crises », January 1999, p.6. Tiré du site web: web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf. Date de consultation le .2014/03/25 :

[18] Le néologisme « aléa moral » (ou moral hazard en anglais) désigne une action qui peut apparaître dans certaines situations de risque, dans une relation entre deux agents ou deux parties contractantes : c'est plus précisément la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement lui-même exposé au risque. L'aléa moral est souvent lié au phénomène d'asymétrie informationnelle. Il peut concerner aussi toute modification du comportement d'un cocontractant contraire à l'intérêt général ou aux intérêts des autres parties au contrat, par rapport à la situation qui prévalait avant la conclusion du contrat.

[19] CAPRIO Gerard et KLINGEBIEL Daniela in MACHROUH Fouad : « Crises bancaires : comprendre pour mieux prédire ». p. 9. Tiré du site web : www.didactibook.com/extract/show/144271/PDF/2012. Date de consultation le : 18/12/2013.

leurs actifs. L'importance de cette masse pousse les banques à suspendre la convertibilité de leurs dettes en monnaie ou à prendre d'autres mesures de gestion de crises comme l'appel à une intervention d'un prêteur en dernier ressort. Ces ruées arrivent soudainement et disparaissent rapidement. Certaines des paniques bancaires mènent à la fermeture, à la fusion ou à la prise de contrôle d'une ou plusieurs institutions financières par le secteur public.

- Une détresse financière du secteur bancaire : il s'agit ici d'une partie du système bancaire qui est insolvable mais qui reste en activité. Ce cas est présent dans des pays ayant un système d'assurance des dépôts explicite ou implicite. Une telle détresse peut durer plusieurs années lorsqu'elle est caractérisée par un système faible de supervision et des pratiques financières frauduleuses. Elle peut se transformer en crise bancaire systémique dès que les déposants prennent conscience des vrais problèmes que rencontrent leurs établissements.

Demirguc-Kunt et Detragiache (1998) fournissent l'une des définitions les plus utilisées dans les études économétriques. Une crise bancaire suppose la réalisation d'au moins une des quatre conditions suivantes [20] :

- Les prêts non performants dépassent 10% du total de l'actif.
- Le coût de la crise constitue au moins 2% du PIB (le coût des opérations de sauvetage).
- L'application d'un large programme de nationalisation des banques.
- L'apparition d'une vague de ruées bancaires ou la prise par les autorités publiques des mesures d'urgence telles que des fermetures bancaires ou des garanties des dépôts.

Le plus souvent, les études empiriques retiennent la définition des crises des travaux issus des deux premières classifications. Mais la principale critique faite sur cette définition est son caractère ex-post. En effet, la crise est définie comme une réponse à l'action gouvernementale ou des autorités monétaires. Cette approche semble privilégier l'explication plutôt que la prédiction dans la mesure où l'on ne repère la crise que lorsqu'elle se produit.

2.1.1.2. Les différentes formes des crises bancaires

Les crises bancaires revêtent deux formes : une crise du passif du bilan et une crise de l'actif du bilan (Boyer et al., 2004)[21].

[20] Demirguc-Kunt et Detragiache in MACHROUH Fouad, op. cit., p. 9.

a. La crise du passif du bilan (crise de liquidité)

La crise du passif ou la crise de liquidité est une situation dans laquelle la banque ne peut honorer immédiatement son contrat d'obligation de fourniture de liquidité envers ses créanciers même si cette dernière a une valeur nette positive. En effet, la banque se trouve incapable de trouver des fonds à moindre coût sans liquider une partie de son actif. La contrainte de liquidité peut la conduire à une vente à chaud « fire-sale », dans ce cas, la liquidation de ses actifs se fait avec décote (c'est-à-dire avec perte de valeur). Ainsi, une banque peut avoir une valeur nettement supérieure à ses dettes dans un scenario normal où elle continue son activité tout en ayant une valeur de liquidation insuffisante pour couvrir son passif[22].

Dans le modèle de Diamond-Dybvig (1983)[23], la liquidité est étroitement liée aux modèles à équilibres multiples. Pour cet auteur, la question de la liquidité de bilan d'un intermédiaire est perçue comme la conséquence d'un problème de coordination. Selon lui, il existe deux équilibres : un bon équilibre (équilibre désiré) si la banque bénéficie de la confiance des déposants et un mauvais équilibre (équilibre non désiré) si chacun des préteurs de la banque pense que les autres ne prendront pas le risque de prêter et que le débiteur c'est-à-dire la banque sera conduite a déposer le bilan. Il apparait que la crise de liquidité ne conduit pas nécessairement à une faillite du fait de l'existence d'équilibres multiples. En revanche, en cas de rumeur sur l'état de solvabilité d'une banque ou d'une réponse incertaine des autorités, les déposants vont se ruer aux guichets pour le retrait de leurs fonds en pensant que seuls les premiers arrivés seront servis (panique bancaire). Ce phénomène peut se propager à l'ensemble des banques du fait des positions croisées qu'elles détiennent ou d'un manque de confiance généralisé dans le système bancaire miné par la défiance des intervenants les uns vis-à-vis des autres, chacun ignorant jusqu'à quel point l'autre était impliqué.

La crise de liquidité peut être caractérisée comme suit : elle peut toucher un établissement ou une portion du système sans dégénérer en crise systémique. Elle peut également se propager d'une banque à une portion significative ou à tout le système bancaire par effet de

---

[21] BOYER Robert, DEHOVE Mario et PLIHON Dominique : « Les crises financières : analyses et propositions », Conseil d'Analyse Economique (CAE), La Documentation française, Paris, 2004, p. 58.

[22] VALLA Natacha et TIESSET Muriel : « Liquidité bancaire et stabilité financière », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 9, Décembre 2006, p. 95.

[23] Diamon-Dybvig in DEHOVE Mario : « Crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles », Conseil d'Analyse Economique (CAE), Document de travail, 2003, p. 83.

contagion. Il existe également un autre type de crise de liquidité, qui se manifeste sous forme de tension sur le marché interbancaire généralement dans les pays développés[24].

En général, les crises de liquidité sont caractérisées par un horizon temporel court, la crise pouvant être liée à un besoin de financement à court terme de la banque. A défaut, un ***Prêteur en Dernier Ressort*** peut se substituer aux prêteurs imparfaitement informés sur le marché.
Si la banque connait une crise de liquidité sur une période relativement longue et qu'elle est obligée d'obtenir des fonds à un coût supérieur à la normale, elle peut devenir insolvable[25].

b. La crise de l'actif du bilan (crise d'insolvabilité)

La crise de l'actif constitue la seconde forme de crise bancaire et elle se réfère à une situation où les pertes enregistrées par la banque absorbent ses fonds propres. Ce phénomène tient à l'irréversibilité de la relation de prêt : si un choc négatif affecte la rentabilité ou la chronique des remboursements sur les prêts déjà consentis, alors la banque fait face à un risque de solvabilité qui peut déclencher une course à la liquidité. En effet, les pertes successives suites aux créances irrécouvrables ou douteuses vont réduire au fur et à mesure les profits de la banque au point d'entamer l'actif net (fonds propres) de celle-ci. C'est en cela que certains auteurs mettent au cœur du débat de l'insolvabilité des banques[26], la fonction des fonds propres. La banque se doit donc de détenir une structure de fonds propres optimale. Dans le cas contraire, elle est potentiellement exposée à un risque d'insolvabilité dans la mesure où les services de cette dernière sont basés sur des promesses de paiements.

Caprio et Klingebiel (1997)[27] distinguent trois types d'insolvabilité bancaire : une insolvabilité qui s'étend à l'ensemble du système bancaire, un autre type d'insolvabilité limitée à un ou un nombre restreint d'établissements de crédits qui ne débouche pas sur une crise systémique, et une dernière qualifiée de crise « silencieuse » ou de détresse financière.
Les crises d'insolvabilité de nature systémique sont caractérisées par une faible capitalisation des banques, se manifestent avec l'effondrement de tout ou d'un segment du marché du crédit (ruées sur les dépôts et faillites en cascade des établissements de crédits). Les autres crises d'insolvabilité de nature non-systémique dont l'ampleur reste limitée, peuvent conduire à la

---

[24] Natacha VALLA et Muriel TIESSET, op. cit., 2006, p. 95.
[25] Idem, 2006, p. 96.
[26] Théoriquement une banque devient techniquement insolvable lorsque la valeur de son actif est inférieure à la valeur de ses dettes.
[27] CAPRIO Gerard et KLINGEBIEL Daniela : « Bank insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking », The International Bank for Reconstruction and Development, 1997, p. 5.

fermeture, la fusion d'un ou d'un petit nombre de banques[28]. Quant aux crises silencieuses (ou larvées) peuvent être les formes de type d'insolvabilité les plus pernicieuses. En effet, ce type de crise apparait lorsqu'une portion du système bancaire bien qu'insolvable demeure en activité. La crise se manifeste à travers une dégradation progressive des bilans des banques. Ce problème peut perdurer dans un environnement où la supervision et la réglementation sont faibles. Cette situation peut continuer indéfiniment et progresser vers une crise d'insolvabilité systémique si les autorités de tutelles interviendraient pour aider les institutions en détresse, ce qui donnerait le signal d'alerte et provoquer une réaction en chaine.

Par ailleurs, les crises d'insolvabilité sont perçues comme des crises de long terme en opposition aux crises de liquidité. Une des raisons évoquées dans la littérature qui pourrait expliquer la durée de la crise de solvabilité est la politique d'indulgence des régulateurs. Ce problème est connu sous le nom de « laxisme réglementaire ». En effet, si les autorités adoptent une attitude d'indulgence ou de tolérance (connu en anglais sous le vocable de « forbearance »), elles s'abstiennent d'exercer leur prérogative réglementaire et de fermer les banques insolvables. De plus, cette indulgence du régulateur pourrait augmenter le risque d'aléa moral (Mishkin, 2004)[29].

Cette taxinomie (classification) des crises bancaires reste un exercice difficile dans la mesure où les problèmes de liquidité ou de solvabilité peuvent apparaitre simultanément ou peuvent prendre des formes beaucoup plus complexes. L'histoire financière récente montre que les crises bancaires se trouvent au cœur des crises financières (Boyer et al, 2004)[30]. A cet effet, ces dernières années, les études sur les crises bancaires intéressent davantage les spécialistes. Cet intérêt grandissant peut être expliqué par trois raisons principales : le processus répétitif des crises, leurs coûts énormes et leur étroite relation avec les crises monétaires et économiques. Elles sont d'autant plus probables et/ou sévères lorsqu'elles sont en interaction avec les crises de marché (boursier, obligataire, immobilier …) et de change.

2.1.2. Les crises de change

Après la crise de change européenne de 1991-1993, la crise mexicaine de 1994 et la crise asiatique de 1997, les études théoriques et empiriques sur les crises de change se sont

[28] Ce type de crise peut néanmoins avoir des coûts de sauvetage non négligeables si les banques atteintes sont de taille importante.
[29] Mishkin in VALLA Natacha et TIESSET Muriel, op. cit., 2006, p. 96.
[30] BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique, op. cit., 2004, p. 22.

multipliées. Ces crises sont fréquemment associées à des attaques spéculatives contre l'objectif de change. Plusieurs modèles explicatifs de ces crises ont donc été élaborés en apportant des explications précises et explicites du déclenchement des crises de change et de leur déroulement.

Nous commencerons d'abord par définir une crise de change, puis nous passerons en revue les différentes générations de modèles des crises de change.

2.1.2.1. Définition des crises de change

Lorsque l'on parle de crise de change, en réalité, il s'agit d'une crise de la balance des paiements. Ce sont les échanges entre un pays et le reste du monde qui sont à l'origine des tensions, soit par les variations du taux de change, soit par les variations de réserves de devises. La sélection de ces deux variables se justifie par la diversité des ancrages (fixe, et flottant). En change fixe, ce sont les réserves qui vont fortement varier. En change flexible, il y a variation de la parité de la monnaie et les réserves restent stables. Autrement dit, une crise de change avec un ancrage flexible se matérialise par une fluctuation de son taux. Alors qu'une attaque spéculative sur un taux de change fixe se concrétise par une fluctuation des réserves de devises mais aussi par l'appréciation du taux d'intérêt manipulé par les autorités publiques afin de rendre de nouveau attractif le territoire. Pour les pays étant dans des régimes de flottement administré, la crise de change se matérialise par la variation conjointe des deux indicateurs cités. Ainsi, la détermination des causes d'une crise de change se fait en expliquant les raisons de la variation de ces deux indicateurs (Dehove, 2003)[31].

De plus, une autre mesure qui permet de déterminer une crise de change consiste à construire un indicateur de pression spéculative, combinant la variation du change aux variations des réserves officielles et du taux d'intérêt supposées représenter l'intensité de la défense de la parité par les autorités monétaires et à considérer qu'au-delà d'un certain seuil de variation de cet indicateur par rapport à sa valeur moyenne, choisie en général à 1,5 fois l'écart-type, le marché des changes subit une crise spéculative (Boyer et al., 2004)[32].

Par ailleurs, lorsqu'on parle de crise de change on sous entend également une crise monétaire (currency crisis). Dans les questions soulevées dans le repérage des crises financières, Boyer et al. (2004)[33], soulignent qu'une monnaie subit une crise de change

---

[31] DEHOVE Mario: « Crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles », Conseil d'Analyse Economique (CAE), Document de travail, 2003, p. 83.
[32] BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique, op. cit., 2004, p. 15.
[33] Idem, 2004, p. 15.

lorsque sa valeur exprimée dans une monnaie de référence subit une dépréciation au cours d'une année supérieure à un certain seuil égal, en général, à 25 %. Tandis que, Reinhart et Rogoff (2010)[34], parlent de dépréciation annuelle de 15% ou plus par rapport au dollar US (ou à la devise de référence pertinente historiquement, tels que la livre britannique, l'euro…) pour définir un krach monétaire.

De manière générale, l'idéal pour éviter une crise de change est de contenir sa dépréciation (en change fixe, flexible voire flexible administré). Il faut alors retourner la tendance issue de l'effet spéculatif. Il y a la possibilité pour la Banque Centrale de vendre ses réserves de devises afin d'acheter sa monnaie (mise à disposition sur le marché international de plus de devises et diminution de la monnaie domestique). Plus celles-ci sont importantes, plus la Banque Centrale sera à même d'intervenir et d'influencer la parité. Il y a aussi la possibilité pour le gouvernement de contracter des dettes en devises afin de les mettre à disposition à la Banque Centrale. Les pouvoirs publics peuvent aussi choisir d'agir sur les taux d'intérêt afin de les faire augmenter, source d'attractivité pour les capitaux étrangers (une augmentation des taux d'intérêt est synonyme d'augmentation de la rentabilité des placements effectués). Il s'agit ici d'un panel d'outils de lutte de la part du gouvernement et/ou de la Banque Centrale contre une attaque spéculative (justifiée ou non), recensé par le Magazine Captain[35]. Il ajoute aussi, que l'intervention des pouvoirs publics, lors de la détérioration de la balance des paiements, n'est cependant que l'étape finale à la tentative de palier les pressions spéculatives. Il faut s'intéresser à l'origine du mouvement de fuite des capitaux pour tenter de définir des anticipations viables. Mais ces caractéristiques sont véritablement un défi selon l'auteur. La libéralisation des flux afin d'intégrer le marché financier international apparaît peu compatible avec la volonté de stabiliser, voire d'ancrer, un taux de change au regard de la multitude des variables tant internes qu'externes au pays ayant potentiellement une influence sur le déclenchement d'une fuite généralisée de capitaux. L'amplification des interdépendances entre économies, à l'origine de la libéralisation financière, induit donc des effets de contagion potentiellement plus importants, source d'augmentation des variables pouvant impacter la stabilité d'un taux de change.

---

[34] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth, op. cit., 2010, p. 26.

[35] « Comment une attaque spéculative peut faire s'écrouler un régime de change ? », 2012, p.1 et p.2. Tiré du site web : www.captaineconomics.fr/.../242-comment-une-attaque-speculation. Date de consultation le : 23/03/2014.

2.1.2.2. Les différentes générations de modèles des crises de change

Les analyses théoriques des crises de change font l'objet d'une typologie distinguant plusieurs générations de modèles de crises (Obstfeld, 1996[36] ; Eichengreen, Rose et Wyplosz, 1995[37] ; Flood et Marion, 1998[38] ; Kaminsky et Reinhart, 1998[39]).

En effet, les analystes ont identifié trois générations de crises qui se sont développées depuis une trentaine d'années. Les modèles de première génération et de deuxième génération accordent respectivement un rôle clé aux fondamentaux macroéconomiques et aux anticipations auto-réalisatrices du marché. Suite aux crises financières dans les pays émergents à la fin du siècle dernier, on a assisté à une redéfinition des facteurs de vulnérabilité en privilégiant l'imperfection des marchés financiers et les risques d'illiquidité bancaire internationale. C'est cette nouvelle vision qui explique l'avènement des modèles de troisième génération.

a. Les modèles de première génération

Dans le modèle de crise de change initié par krugman (1979)[40], la logique est purement « fondamentaliste », la crise de change résultante d'une attaque spéculative est la sanction logique et anticipée d'une incohérence fondamentale des politiques macroéconomiques, c'est-à-dire que cette crise est indissociable de l'apparition de déséquilibres persistants, sur le marché de la monnaie ou sur le plan budgétaire, qui entrent en conflit avec la contrainte d'un stock limité de réserves de change. Dès que celles-ci atteignent un niveau critique, les investisseurs jugent inéluctable le changement de parité et se désengagent du pays concerné afin de se protéger de la perte de change pouvant atteindre leur portefeuille. L'abandon de la parité, ou la modification des taux pivots si l'on maintient une zone cible, sont donc provoqués par l'attaque spéculative.

De nombreuses extensions ont été apportées à ce modèle de base en intégrant explicitement d'autres fondamentaux, comme des déséquilibres courants cumulatifs ou la surévaluation du

---

[36] OBSTFELD: « Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features », European Economic Review, Vol. 40, 1996.

[37] EICHENGREEN B., ROSE A.K., WYPLOSZ C. : « Exchange Market Mayhem: the Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks », Economic Policy, n° 21, 1995.

[38] FLOOD et MARION: « Perspectives on the Recent Currency Crises Literature», NBER Working Paper, n° 6380, 1998.

[39] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen: « Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now», American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 88, 1998.

[40] KRUGMAN Paul in CAILLETEAU Pierre et VIDON Édouard: « La dynamique des crises financières internationales : quelques enseignements », Bulletin de la Banque de France, n°64, Avril 1999, p. 8.

taux de change nominal, sans que leur logique d'ensemble ait été modifiée. Dans ce modèle, les choix erronées de politique macroéconomique conduisent à l'accroissement de la vulnérabilité du pays et à l'abandon de l'ancrage de la devise, ce qui impulsent la perte de confiance des détenteurs d'actifs dont le comportement déclenche une crise que les fondamentaux rendaient inéluctable.

Ces modèles dits de première génération avaient pour vocation de comprendre les crises de change apparues notamment dans les pays de l'Amérique Latine dans les années 1980. Le conflit entre les politiques domestiques (politique monétaire expansionniste, déséquilibres budgétaires persistants) et l'arrimage du taux de change est considéré à l'origine de ces crises.

b. Les modèles de deuxième génération

Ces modèles développés par Obstfeld (1994)[41] dits également modèles « d'attaques spéculatives » peu différents des modèles de première génération dans leurs enchainements mécaniques, concernent des crises de change auto-réalisatrices dans des économies solvables, c'est-à-dire sans déséquilibre économique extérieur. Ils sont fondés sur une représentation en équilibres multiples, les anticipations des agents dans ces modèles ne dépendent pas des fondamentaux.

Bien que l'ancrage de la devise semble soutenable et que la politique macroéconomique apparait saine, des crises auto-réalisatrices peuvent apparaitre dès que la confiance des marchés est entamée. Il suffit, par exemple, d'un changement d'orientation de la politique économique, comme par exemple une politique expansionniste en faveur de l'emploi, pour susciter des doutes sur le maintien du taux de change à son niveau. Une expansion de la masse monétaire et une stabilité du taux de change sont jugées peu compatibles par les acteurs des marchés financiers. La politique de change est peu crédible pour ces acteurs. Un tel jugement ne tarde pas à donner lieu à une attaque spéculative, ce qui a pour effet de déclencher une action des autorités monétaires de hausse des taux d'intérêt afin d'éviter la dépréciation du taux de change. Evidemment, une hausse des taux signifie que l'activité économique sera pénalisée et par conséquent le niveau de taux de change est insoutenable, suscitant de ce fait un redoublement plus intense des attaques spéculatives. La crise est donc inévitable, obligeant

[41] Obstfeld in JEANNE Olivier: « les modèles de crise de change : un essai de synthèse en relation avec la crise du franc du 1992-1993 », Revue Economie et Prévision, n°123-124, 1996, p. 150

les autorités monétaires à une forte dévaluation ou à reconnaitre la dépréciation de la devise sur les marchés.

En fait, le scénario de crise n'est plus déterministe et s'apparente à un jeu d'influence entre le gouvernement et les marchés. Une crise peut alors être déclenchée sans une dégradation significative, ex ante, des fondamentaux. Les anticipations de change deviennent contingentes à l'orientation future des politiques économiques qui, elle-même, n'est pas prédéterminée et répond tout autant à la fonction des autorités qu'aux évolutions futures de l'économie, y compris les développements apparaissant sur le marché des changes. C'est cette circularité qui donne naissance à des équilibres multiples et rend possible le déclenchement de crises auto-réalisatrices s'il y a perte de confiance des marchés.

Ces théories n'ont pas pu toutefois expliquer la crise économique mexicaine de 1994-1995 et la crise financière asiatique de 1997-1998. C'est dans ce contexte, qu'une troisième génération de crises a émergé qui explore les liens entre les crises de change, les crises bancaires et le secteur financier.

c. Les modèles de troisième génération

C'est après la crise asiatique qu'apparaissent les modèles de crise de change de troisième génération proposé par Krugman (1999, 2001)[42] quelques fois qualifiés de modèles inter-générations au sens où ils combineraient des séquences de crises déjà spécifiées dans les deux générations précédentes. Cette inflexion touche d'abord la nature des chocs ou des déséquilibres susceptibles d'enclencher une attaque spéculative puisque l'ont privilégie désormais l'imperfection de l'information sur les marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires, plutôt que les dégradations macroéconomiques.

Il s'agit, en fait, de considérer le rôle explicatif de la fragilité financière et bancaire en particulier. L'agrégation de ce modèle aux fondamentaux est une rupture suffisante par rapport aux première et deuxième générations pour constituer la spécificité des crises en question. Dans un univers d'équilibres multiples, la crise de troisième génération est alors définie comme une crise de première génération, mais avec des traits sous-jacents que l'on peut attribuer à des fondamentaux dégradés, découlant eux-mêmes des comportements micro-économiques des agents privés.

[42] KRUGMAN Paul in JEANNE Olivier, op. cit., 1996, p. 155.

2.1.3. Les crises de la dette souveraine

Terminons notre tour d'horizon des crises financières en étudiant le défaut souverain sur la dette extérieure qui, se produit quand un État fait défaut sur sa dette envers les étrangers, mais aussi sur la dette intérieure qui, se matérialise par un défaut sur les emprunts souscrits par un État auprès de créanciers nationaux.

Les crises de la dette extérieure concernent un défaut de paiement qui se manifeste sur un emprunt obligataire extérieur, c'est-à-dire une incapacité de rembourser les détenteurs de créances émises conformément à la législation d'un autre pays, en général libellées dans une devise étrangère et d'ordinaire détenues principalement par des créanciers étrangers (Reinhart et Rogoff, 2010)[43].

A titre d'exemple, l'Argentine détient le record du défaut le plus important : en 2001, elle n'a pu rembourser plus de 95 milliards de dollars de dette extérieure. En l'occurrence, le défaut s'est traduit par la réduction et l'allongement des versements d'intérêts[44].

Généralement, ces épisodes de défaut souverain comprennent des cas où la dette rééchelonnée est finalement apurée dans des conditions moins favorables que celles des obligations d'origine.

Quant à l'autre type de défaut souverain qui concerne la dette publique intérieure désignant l'ensemble des créances détenues par les agents économiques résidents d'un État souverain sur cet État, il représente l'incapacité de l'État à payer ses créanciers. La dette interne est généralement libellée en monnaie nationale. Donc, la définition de la crise de la dette extérieure donnée ci-dessus s'applique également pour la crise de la dette intérieure. Elle se traduit par l'incapacité d'un État à assurer le paiement du principal ou d'un intérêt à la date convenue. De plus, les crises de la dette intérieure comportent le gel des dépôts bancaires et/ou la conversion forcée des dépôts en dollars dans la monnaie locale. Il convient de noter à cet égard que, certains de ces défauts intérieurs impliquant la conversion forcée en monnaie locale de dépôts en devises étrangères se sont produits au cours de crises bancaires, de crises d'hyperinflation ou d'une combinaison des deux (Reinhart et Rogoff, 2010)[45].

La crise de défaut intérieur le plus « célèbre » est celui du Mexique survenu en 1994-1995, tel qu'il a été qualifié par Reinhart et Rogoff (2010)[46]. Proche du défaut jusqu'à son renflouement par le FMI et le Trésor des États-Unis, le Mexique avait émis sous forme de « tesobonos »

[43] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth, op.cit., 2010, p. 33.
[44] Idem, 2010, p. 30.
[45] Idem, 2010, p. 31 et 33.
[46] Idem, 2010, p. 33.

(instruments d'emprunts principalement à court terme, remboursables en pesos liés au dollar des États-Unis) de la dette publique qui relevait de la loi mexicaine et faisait donc partie de sa dette intérieure. Ce défaut a impliqué de nouveau défaut sur la dette extérieure et a donc concerné des détenteurs non-résidents.

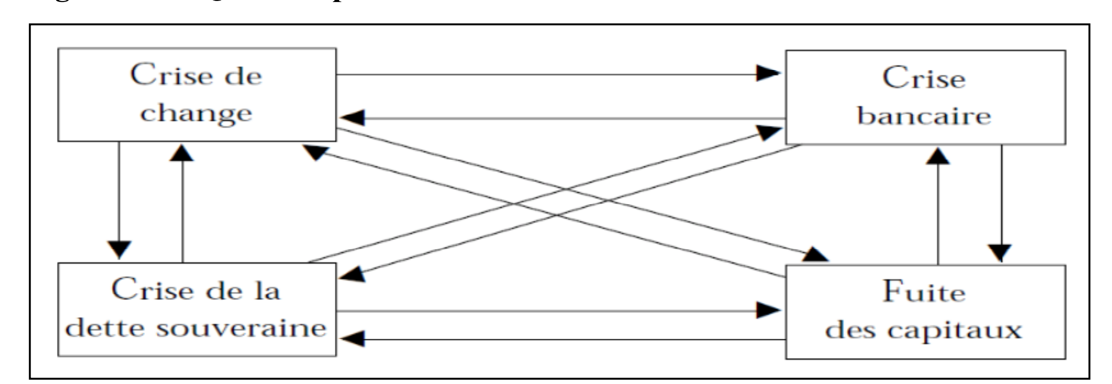
Après avoir cité les différents types de crises financières, il nous semble qu'il est important d'explorer les liens qui existent entre ces crises en insistant sur les nombreuses interconnexions et caractéristiques communes de celles-ci.

2.2. Les différents aspects des types des crises financières

La recherche théorique sur les crises financières a permis d'expliquer comment des crises de différente nature tendent à surgir ensemble au niveau d'un pays donné, dans une crise financière internationale, et cela à travers les différents mécanismes de la contagion domestique[47].

Dans un article publié par Jeanne[48], il passe en revue quelques-uns de ces mécanismes en montrant la forte interdépendance qui existe entre crise de change, crise bancaire et crise de la dette, qui est illustrée dans la figure n° 1 ci-dessous.

Figure n° 1: Quatre aspects des crises financières internationales :



Source : JEANNE Olivier: « Comprendre les crises financières ». p. 3 Tiré du site web : www.persee.fr/web/revues/.../ecofi_0987-3368_2003_num_70_1_4818. Date de consultation le : 21/12/2013.

---

[47] Se reporter au chapitre (II) pour une explication des différents mécanismes de contagion.

[48] JEANNE Olivier: « Comprendre les crises financières », p. 2. Tiré du site web : www.persee.fr/web/revues/.../ecofi_0987-3368_2003_num_70_1_4818. Date de consultation le : 21/12/2013.

Ce graphique montre les différents symptômes des crises financières internationales et toutes les interactions possibles entre eux. Il est important toutefois de souligner qu'il existe d'autres signes qui révèlent une crise financière ou alors d'autres types de crise. Chacune des flèches correspond à un canal de contagion par lequel une crise d'une nature donnée peut dégénérer en une autre.

- **Crise de change**

Une crise de change a des effets différents selon que l'on se place avant la dévaluation, quand les autorités résistent encore à la spéculation, ou après la dévaluation. Avant la dévaluation, la hausse du taux d'intérêt fragilise les banques, et accroît le service de la dette publique. La dévaluation cause à son tour des problèmes si les agents domestiques (banques, entreprises, État) sont endettés en monnaie étrangère et n'ont pas couvert leur risque de change.

La dévaluation réduit la richesse nette de l'agent endetté, conduisant à une crise de renouvellement de la dette (debt rollover) si, de plus, sa dette est à court terme, comme dans les modèles de crise bancaire de Burnside et al., (2001, 2002)[49]. L'érosion de la richesse nette peut aussi conduire à un rationnement du crédit pour les entreprises domestiques ou l'État.

D'une manière générale, le pouvoir stabilisateur de la politique monétaire est réduit quand les agents domestiques sont endettés en monnaie étrangère. Les autorités sont prises dans un dilemme entre hausser les taux d'intérêt élevés et laisser la monnaie se déprécier, deux options qui sont toutes les deux dommageables pour l'économie.

- **Crise bancaire**

Comme le montrent les études sur les « crises jumelles », l'association entre crise de change et crise bancaire amplifiant ainsi davantage la gravité des crises financières ne date pas de la crise asiatique. Cette combinaison de crise a donné déjà pour la période d'après-guerre ce type de crise financière nouvelle : les crises jumelles. Ces dernières se manifestent par la combinaison d'une spéculation intense contre la monnaie nationale et une vague de défaillances bancaires. Elles associent une méfiance à l'égard de la stabilité du taux de change et une méfiance à l'égard de la liquidité ou de la solvabilité des intermédiaires bancaires, qui rétroagissent l'une sur l'autre en se renforçant mutuellement.

[49] BURNSIDE et al. in JEANNE Olivier, op. cit., p. 4.

Les liens entre crise bancaire et crise de change sont interprétés par Chang et Velasco (2000)[50] comme une ruée sur les dépôts en devise dans les banques domestiques qui épuise les réserves de la banque centrale qui prête en dernier ressort, ce qui provoque une crise de change. Les autorités peuvent aussi vouloir dévaluer pour limiter les conséquences réelles de la crise financière et stimuler l´économie.

La crise bancaire peut aussi dégénérer en crise de la dette souveraine dans la mesure où le coût, souvent très élevé, du sauvetage des banques est financé par des emprunts d'État. La crise bancaire augmente la dette publique à un niveau insoutenable, d'où une crise de la dette souveraine.

- **Crise de la dette souveraine**

Des études relatives aux crises financières ont montré à de nombreuses reprises que, sur une longue période, les crises bancaires sont généralement suivies de crises souveraines[51]. Le canal le plus immédiat par lequel les tensions affectant le système bancaire qui peuvent se répercuter sur les emprunteurs souverains est celui du coût perçu du sauvetage des banques. Dans un contexte de généralisation des tensions et de l'incertitude, l'anticipation de ce coût par les marchés se traduit immédiatement par des doutes quant à la soutenabilité future de la situation des finances publiques et à la solvabilité de l'emprunteur souverain.

Les conséquences budgétaires du sauvetage des banques sont potentiellement très importantes et cela explique comment les difficultés rencontrées par le système bancaire peuvent se propager aux emprunteurs souverains. De plus, les banques domestiques détiennent à leur bilan une proportion considérable de la dette émise par l'État. Le moindre doute quant à la solvabilité de l'emprunteur souverain a donc des conséquences immédiates pour ces banques (la baisse du prix des obligations d'État fragilise le système bancaire si les banques domestiques détiennent beaucoup de dette publique à leur actif). Ainsi, les crises bancaire et de la dette souveraine s'auto-entretiennent.

L'exemple le plus emblématique de cette forte interdépendance entre crise bancaire et crise de la dette souveraine est celui de la zone euro qui constitue un fait saillant. Une étude récente de la Banque de France, montre que le sauvetage de banques importantes en 2008-2009 a été le déclencheur d'un retournement de la dynamique des spreads souverains dans les pays de la zone euro débouchant sur une crise de la dette souveraine sans précédents touchant

[50] Chang et Velasco in JEANNE olivier, op. cit., p. 4.
[51] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth, op. cit., 2011, p. 1680.

les pays périphériques de la zone. Toutefois, cette interdépendance n'est assurément pas un trait spécifique à la zone euro. Mais, ainsi que l'ont indiqué plusieurs auteurs, le cercle vicieux semble particulièrement net dans la zone euro[52].

De plus, les autorités publiques peuvent être tentées de résoudre la crise de la dette publique par la monétisation, ce qui crée des pressions sur le taux change. Aussi, le défaut souverain donne mauvaise réputation au pays, ce qui peut susciter la crainte des investisseurs provoquant une fuite des capitaux.

Par ailleurs, un inventaire des méthodes de mesure et d'anticipation des crises financières va venir compléter l'analyse. Le retournement brutal sur le marché financier du prix des actifs lors du dépassement d'un seuil qui aura été défini préalablement offre l'opportunité de quantifier l'occurrence de ce phénomène. Une énumération de variables macroéconomiques et macro-financières, à travers un comportement changeant avant la réalisation d'une crise, doit permettre de les anticiper.
C'est une initiative à passer en revue les divers indicateurs permettant de prévoir la survenance d'une crise financière.

Section 2: Détermination et anticipation des crises financières

Une vaste littérature a mis l'accent sur la modélisation empirique des crises financières en utilisant des méthodes quantitatives de détection des vulnérabilités. En effet, plusieurs études ont été consacrées à l'élaboration d'indicateurs d'alerte des crises qui se déclenchent lorsque la situation financière et économique d'un pays se dégrade. Kaminsky, Lizondo et Reinhart (1998)[53] et Abiad (2003)[54] nous proposent un résumé intéressant de la littérature consacrée à ce sujet. Différentes méthodologies ont été employées dans ces études : Frankel et Saravelos (2010)[55], Dehove (2003)[56] qui se sont intéressés à la méthode des « events » qui s'appuie sur un suivi de certaines variables sur une période de temps avant et après la date de la crise.

---

[52]PISANI-FERRY Jean, MERLER Silvia: « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », Revue de la stabilité financière, Banque de France, n°16, Avril 2012, p. 228.
[53] KAMINSKY Graciela, LIZONDO Saul, REINHART Carmen: « Leading indcators of currency crisis », IMF Staff Papers, Vol. 45, n° 01, International Monetary Fund, 1998.
[54] ABIAD Abdul: « Early Warning Systems: a survey and a Regime-Switching Approach », IMF Working Paper, n° 03/32, February 2003.
[55] FRANKEL Jeffrey, SARAVELOS George: « Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 Global Crisis », NBER Working Paper, n° 16047, June 2010.
[56] DEHOVE Mario, op. cit., 2003.

Eichengreen et al. (1995)[57], Frankel et Rose (1996)[58] qui décrivent la méthode de « Modèle Multivarié Logit » ou « Probit Eichengreen », ou alors la méthode des signaux d'alerte présenté par Edison (2003)[59]. D'autres méthodes plus récentes telle « Markov Switching Models » expliquée par Cerra et Saxena (2002)[60] et Peria (2002)[61].

Ainsi, une large description des méthodes de déterminations puis d'anticipations, couramment utilisées en sciences économiques, permettra de mettre en avant la logique aujourd'hui adoptée pour les conceptualiser. En effet, le panel d'outils de mesure utilisé afin de quantifier ce phénomène repose intégralement sur la dégradation des fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers propres au pays subissant une crise.

La façon dont sont présentées les tensions financières dans un contexte macroéconomique confirme l'attachement de cause à effet entre crise financière et fondamentaux. L'énumération des variables macroéconomiques et macro-financières, à travers un comportement changeant avant la réalisation d'une crise, doit permettre de les anticiper.

La démarche alors choisie ici, mettra en lumière les variables macroéconomiques et macro-financières qui, à travers leur dégradation, apparaissent symptomatiques lors de crises financières au regard des travaux cités et aussi jugées importantes dans les analyses théoriques des crises.

Plusieurs méthodes de détection des vulnérabilités ont été mises en place permettant de mesurer ces différentes variables. On présentera ici trois : la méthode des « signaux d'alerte » ou des « indicateurs avancés », la méthode des « events » et enfin l'indice des tensions financières élaboré par le FMI.

---

57 EINCHENGREEN Barry, ROSE Andrew et WYPLOSZ Charles: « Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks », IMF Working Paper, n° 18, June 1995.

58 FRANKEL Jeffrey, ROSE Andrew: « Currency crashes in Emerging Markets: An empirical treatment », IFDP Working Paper, n° 534, 1996.

59 EDISON Hali: « Qualité des institutions et résultats économiques », 2003. Disponible sur le site web : www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2003/06/pdf/edison.pdf.

60 CERRA Valerie et SAXENA Sweta Chaman: « What caused the 1991 currency crisis in India », IMF Staff Paper, Vol. 49, n° 3, September 2002.

61 Peria in VARGAS Gregorio Alfred: « Markov Switching Var Modele of speculative pressure: An application to the Asian Financial Crisis », 2009. Disponible sur le site web: ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?artcile=1026context=etd.

1. La méthode des « signaux d'alerte avancés »

Selon l'étude de Naamane (2012)[62], la méthode des signaux d'alerte est l'une des méthodes les plus complètes de modélisation de la détermination et donc de l'anticipation des crises financières. Elle est basée sur l'évolution de variables macroéconomiques et macro-financières avant la réalisation d'une crise. L'approche consiste à surveiller l'évolution de ces variables afin de voir si leur comportement change avant les périodes de crises par rapport à leur tendance. Lorsqu'une variable dépasse un seuil alors défini, un signal sera déclenché permettant d'anticiper la réalisation de la crise financière (Kaminsky et Reinhart, 1996)[63].

L'idée est d'analyser le cycle des affaires afin de prédire un retournement de la conjoncture où des indices précurseurs au retournement seront capables de donner de bonnes informations. Il peut s'agir par exemple d'une définition de la crise à travers un indice de pression sur le taux de change.

Chaque indicateur va être analysé suivant un seuil fixé pour chacune de ces variables, le dépassement de ce seuil correspond à un signal. Tout l'intérêt est de faire émerger un maximum de bons signaux (réalisation de la crise financière à la suite) et un minimum de mauvais signaux (non réalisation de la crise financière). Les indicateurs sont alors classés suivant leur qualité de prédiction de la crise au regard de la fréquence de bons signaux émis.

Les variables susceptibles de servir de signal d'alerte avancé pour prévenir l'arrivée des crises lorsqu'elles se dégradent sont principalement : M2/réserves en devises, le taux de change réel, les exportations, les dettes bancaires externes et les crédits internes en pourcentage du PIB, alors que les moins performants sont ceux des réserves et des dépôts bancaires.

Pour la constitution des signaux d'alerte, il faut tout d'abord trouver le seuil à partir duquel l'indicateur va se déclencher. Pour cela, plusieurs seuils spécifiques à l'évolution des indicateurs ont été pris, mais le choix a concerné celui qui donne les meilleurs résultats. Quatre horizons ont été choisis : deux, quatre, six, et huit trimestres étant donné qu'il est difficile de donner une date précise au déclenchement de la crise quand les problèmes commencent vu la complexité de sa dynamique. Pour qu'un signal soit pris en compte, l'indicateur doit se déclencher à l'intérieur de ces horizons, au-delà, le signal sera considéré comme une fausse alerte.

---

[62] NAAMANE Adil: « Peut-on prévenir les crises financières ? », Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques (CATT), Working Papers Series, n°7, Mai 2012, p. 4.
[63] Kaminsky et Reinhart in NAAMANE Adil, op. cit., Mai 2012, p. 4.

Un bon indicateur doit non seulement détecter l'arrivée d'une crise mais en plus, il ne doit pas s'activer trop souvent, c'est-à-dire qu'il ne doit pas produire fréquemment de fausses alertes. Ceci peut être calculé par le ratio bruit/signal. Un bon indicateur est celui qui présente un faible ratio bruit/signal. Tout en sachant que le bruit représente le rapport entre les crises incorrectement prévues et toutes les périodes sans crise. On donne le chiffre 1 pour chaque fausse alerte même si cette dernière s'étale sur plus d'un trimestre.

Les variables retenues ici comme indicateurs d'alerte sont celles qui semblent importantes au niveau de l'analyse théorique de Frankel et Saravelos (2010)[64] et dont les données statistiques sont disponibles :

1.1. L'indicateur des réserves en devises

Les réserves augmentent rapidement plusieurs années avant la crise. Elles peuvent être multipliées par 5 ou 6 dans l'espace de quelques années, avant de chuter brutalement durant la crise et après. Généralement, la baisse des réserves est beaucoup plus importante lors d'une crise de change que lors d'une crise bancaire. Comme on l'a vu précédemment, cela est dû probablement à la tentative des autorités monétaires à défendre le taux de change en vendant des devises contre la monnaie nationale. Les pays d'Amérique Latine ainsi que la Thaïlande ont vu leurs réserves augmenter rapidement avant de chuter brutalement lors de la crise. En plus, ces pays ont eu du mal à reconstituer leurs réserves en devises, ils ont eu besoin d'entre 3 et 5 ans pour revenir au niveau d'avant crise alors que les autres pays ont eu besoin de moins d'un an en moyenne pour reconstituer leur stock de réserves.
La chute des réserves en devises se déclenche avant la crise. Les capitaux commencent à se retirer et les investisseurs qui parient sur la dévaluation spéculent contre la monnaie nationale. Donc, la chute des réserves en devises du pays reflète la dégradation de la confiance des investisseurs internationaux et nationaux envers la situation économique et financière du pays. Ainsi, ils cherchent à récupérer leurs prêts en devises et se débarrassent de la monnaie nationale en leur possession de peur de la dévaluation. Si on ajoute les attaques spéculatives, cela peut rendre la dévaluation inéluctable.

Concernant l'indicateur des réserves, les résultats sont à l'avantage des crises de balance des paiements. Pour un horizon de 2 trimestres et un seuil de 5%, il a un taux de prévision des crises de balance des paiements de 50% avec un ratio bruit/signal de (0,0429) alors que pour

[64] FRANKEL et SARAVELOS in NAAMANE Adil, op.cit., 2012, p. 4.

les crises bancaires le taux de prévision[65] est seulement de 28,57% et le ratio bruit/signal est de (0,0866)[66]. Les résultats sont meilleurs si on élargit l'horizon. Pour un horizon de 6 trimestres et un seuil de 5%, le taux de prévision des crises de balance des paiements passe à 81,25% avec un ratio bruit/signal de (0,0194) et pour un horizon de 8 trimestres avec le même seuil, le taux de prévision des crises bancaires est de 78,57% avec un ratio bruit/signal de (0,0264)[67].

1.2. L'indicateur de surévaluation du taux de change

Une monnaie surévaluée rend l'économie vulnérable à une crise de change et attire les spéculateurs qui parient sur les gains importants qu'ils peuvent gagner en cas de dévaluation. Cet indicateur est plus performant pour les crises de balance des paiements. Pour un seuil de 5% et un horizon de 2 trimestres, il a un taux de prévision des crises de balance des paiements de 93,75% et un ratio bruit/signal de (0,0104) alors que pour les crises bancaires, le taux de prévision est de 78,57% et le ratio bruit/signal est de (0,0198)[68].

L'élargissement de l'horizon à 4 trimestres permet d'améliorer le taux de prévision des crises. Mais au-delà d'un horizon de 4 trimestres, les résultats restent inchangés.

Si on augmente le seuil, le ratio bruit/signal s'améliore et devient nul à partir d'un seuil de 15%. Par contre, le taux de prévision des crises baisse sauf dans le cas concernant les crises de balance des paiements, où lorsqu'on passe à un seuil de 10% à partir d'un horizon de 4 trimestres, le ratio bruit/signal s'améliore mais le taux de prévision des crises reste le même[69].

Généralement, on remarque que plus la monnaie est surévaluée avant la crise, plus elle sera sous-évaluée après la crise.

1.3. L'indicateur du ratio M2 divisé par les réserves en devises du pays (M2/RES)

Plus ce ratio est élevé, plus l'économie est vulnérable à une crise de confiance des investisseurs. Il représente la capacité du système bancaire à faire face à ses engagements intérieurs essentiellement lors d'une crise de change ou d'une crise bancaire. Plus le pays dispose de réserves en devises, plus il sera apte dans le cas d'une crise à faire face aux fuites des capitaux à l'étranger et aux demandes de convertir la monnaie nationale en devises.

---

[65] Le taux de prévision des crises est le rapport entre le nombre des crises correctement prévues et le nombre total des crises.

[66] NAAMANE Adil, op. cit., Mai 2012, p. 6.

[67] Idem, Mai 2012, p. 6.

[68] Idem, Mai 2012, p. 6.

[69] Idem, Mai 2012, p. 6.

L'indicateur M2/RES est un bon indicateur, ses résultats sont meilleurs pour détecter les crises de balance des paiements et les crises bancaires. Dans le cas d'un horizon de 2 trimestres, le taux de prévision des crises de balance des paiements est de 92,86% pour un seuil de 5% et de 78,57% pour un seuil de 10%. Le ratio bruit/signal est successivement de (0,0192) et de (0,0181)[70]. Donc, l'augmentation à 10% du seuil de détection de la crise améliore le ratio bruit/signal mais il fait baisser la capacité de prédire l'arrivée de la crise. Les résultats de prévision des crises s'améliorent si on élargit l'horizon à 6 trimestres avec un taux de prévision qui atteint 100% pour un seuil de 5%. Pour les crises bancaires, avec un horizon de 2 trimestres, le taux de prévision est de 71,43% pour un seuil de 5% et de 64,29% pour un seuil de 10%. Le ratio bruit/signal est successivement de (0,034) et (0,0283). S'il on élargit l'horizon, on constate une amélioration du résultat de prévision des crises[71].

1.4. L'indicateur des exportations

On constate que l'écart se creuse avant la crise. L'appréciation de la monnaie nationale rend les produits locaux moins compétitifs, ce qui affaiblit les exportations. La situation des exportations s'améliore après la dévaluation et l'écart s'inverse. A titre d'exemple, c'est aux Philippines que l'écart apparaît le plus tôt, 14 trimestres avant la crise. Dans les pays d'Amérique Latine, notamment l'Argentine et le Mexique, l'écart se manifeste environ 12 trimestres avant la crise. Mais pour la majorité des pays, on constate que l'écart apparaît 6 trimestres avant la crise et augmente au fur et à mesure qu'on s'approche de la crise[72].

Les résultats du taux de prévision des crises sont à l'avantage des crises de balance des paiements. Pour un seuil de 5% et un horizon de deux trimestres, le taux de prévision est de 86,67% avec un ratio bruit/signal de (0,0198) pour les crises de balance des paiements alors que ce taux est de 69,23% avec un ratio bruit/signal de (0,0332) dans le cas des crises bancaires. Les résultats s'améliorent si on élargit l'horizon à 4 trimestres. Ainsi le taux de prévision des crises de balance des paiements atteint 100% pour un seuil de 5% avec un ratio bruit/signal de (0,0165)[73].

[70] NAAMANE Adil, op. cit., Mai 2012, p. 7.
[71] Idem, Mai 2012, p. 7.
[72] Idem, Mai 2012, p. 6.
[73] Idem, Mai 2012, p. 7.

1.5. L'indicateur des crédits internes en pourcentage du PIB

Cet indicateur prévoit davantage les crises de balance des paiements. Pour un horizon de 2 trimestres et un seuil de 5%, le taux de prévision des crises de balance des paiements est de 72,73% avec un ratio bruit/signal faible de (0,0095). Alors que pour les crises bancaires, le taux de prévision est de 60% avec un ratio bruit/signal de (0,0152) dans les mêmes conditions. En général, l'élargissement de l'horizon à 4 trimestres, améliore les résultats. Ainsi, pour le même seuil de 5%, le taux de prévision passe respectivement pour les crises de balance des paiements et les crises bancaires à 81,82% et à 70% avec un ratio bruit/signal de (0,0092) et de (0,0071)[74].

1.6. L'indicateur des dettes bancaires externes

Les résultats montrent un avantage à prévoir les crises bancaires. Pour un horizon de 2 trimestres, le seuil de 5% donne un taux de prévision de 76,92% pour les crises bancaires avec un ratio bruit/signal de (0,023) et de 56,25% pour les crises de balance des paiements avec un ratio bruit/signal de (0,034). Pour un horizon de 4 trimestres, les résultats s'améliorent pour les crises bancaires. Les seuils de 5% et de 10% donnent respectivement un taux de prévision de 84,6% et de 76,92% avec un ratio bruit/signal de (0,0194) et de (0,0183)[75].

Lorsqu'on élargit l'horizon à 6 trimestres, les résultats s'améliorent nettement pour prévoir les crises de balance des paiements. Pour un seuil de 5%, le taux de prévision passe à 87,5% avec un ratio bruit/signal de (0,0175). Par contre, le taux de prévision des crises bancaires ne s'améliore que dans le cas d'un seuil de 15%[76].

L'indicateur des dettes bancaires externes est celui qui donne de meilleurs résultats pour les crises bancaires, ce qui est tout à fait logique vu le rôle de l'endettement bancaire externe dans ces crises.

1.7. L'indicateur des dépôts bancaires

Les résultats montrent que cet indicateur ne se déclenche que quand la crise arrive. Cela peut être expliqué par le fait que l'on utilise l'évènement de panique bancaire et le retrait massif par les déposants de leur argent des banques pour dater l'arrivée de la crise bancaire.

[74] NAAMANE Adil, op. cit., Mai 2012, p. 8.
[75] Idem, Mai 2012, p. 8.
[76] Idem, Mai 2012, p. 8.

Selon cette étude de Naamane (2012)[77], les indicateurs qui prévoient le plus de crises sont : M2/RES, le taux de change réel, les exportations, les dettes bancaires externes et les crédits internes en pourcentage du PIB alors que les moins performants sont ceux des réserves et des dépôts bancaires. Il y a l'indicateur des dettes bancaires externes qui donne de meilleurs résultats pour les crises bancaires alors que les résultats des autres indicateurs sont à l'avantage des crises de balance des paiements.

En général, l'allongement de l'horizon permet d'améliorer les résultats. Par contre, en ce qui concerne le seuil à partir duquel l'alarme est déclenchée, plus ce seuil est grand, plus le nombre des crises prévues est faible.

Cependant, il faut signaler que cette étude n'est pas exhaustive, plusieurs autres variables peuvent être ajoutées comme des variables concernant le bilan des banques et les prix de l'immobilier.

2. La méthode des « events »

La méthode suivante est celle des « events » qui a été utilisée à l'origine pour l'analyse des crises de change et des crises jumelles. Son principe repose sur l'analyse de l'évolution d'avant et d'après crise de variables déterminantes lors de la réalisation des tensions financières.

La démarche comprend plusieurs étapes. Il faut tout d'abord identifier le moment de la crise. Ensuite, il convient de séparer les périodes de crise de celles de non crise. La période de crise doit être suffisamment large pour prendre en compte la fluctuation de la variable avant la crise, pendant la crise puis après la crise. Pour chaque fréquence de la période de crise, il y a une comparaison de la valeur de la variable sélectionnée avec sa valeur en période de non crise. Cette valeur est souvent définie par sa moyenne et son écart-type (Dehove, 2003)[78] sur des périodes qui peuvent être de six mois, d'un an, de deux ans mais aussi de trois ans, et voire de quatre ans.

L'idée est d'obtenir sur toute la période de crise un graphique illustrant le différentiel de variation de la variable déterminante par son comportement changeant d'avant, de pendant et d'après crise par rapport à son niveau en périodes de non crise.

[77] NAAMANE Adil, op. cit., Mai 2012, p. 8.
[78] DEHOVE Mario, op. cit., 2003, p. 10.

A titre d'exemple, la variable sélectionnée dans la figure n°2 est un taux d'intérêt réel sur une période de 18 mois avant et de 18 mois après une crise de change (Dehove, 2003)[79]. La ligne horizontale correspond à la moyenne des périodes de non crises. Ici, le taux d'intérêt réel diminue avant la crise et reste en dessous de son niveau moyen un à deux mois avant et pendant la crise.

Figure n°2: Exemple d'analyse par « event » sur un taux d'intérêt réel

Source : DEHOVE Mario: « Crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles », Conseil d'Analyse Economique (CAE), Document de travail, Avril 2003, p. 11.

Cette méthode a les avantages de la simplicité. Elle permet d'obtenir des informations sur la dynamique des variables impliquées dans les crises. Elle n'exige pas d'hypothèses parfois hasardeuses sur la distribution des données utilisées, contrairement aux méthodes statistiques plus élaborées d'inférences. Mais elle a des inconvénients. Elle est par construction univariée. Elle agrège un grand nombre de pays divers, ce qui rend évidemment les interprétations fragiles. Elle ne fait aucune différence entre les crises (crises importantes ou non, crises dans les pays industriels et les pays émergents ou les pays en développement, crises de change annoncées à des crises bancaires, crises avec perte de réserves ou non)[80].

3. L'indice de tensions financières du FMI

D'après les économistes Pasricha et al. (2013)[81] de la Banque du Canada, la surveillance constante du système financier permet de prévenir, par des signes avant-coureurs, pour les participants au marché et les pouvoirs publics, de l'apparition de vulnérabilités dans le système financier, mais aussi d'éclairer les décisions d'intervenir pour préserver la stabilité

[79] DEHOVE Mario, op. cit., 2003, p. 10.
[80] Idem, 2003, p. 10.
[81] PASRICHA Gurnain, ROBERTS Tom, CHRISTENSEN Ian et HOWELL Brad: « Vulnérabilités du système financier : une approche fondée sur des indicateurs avancés », Revue de la Banque du Canada, Département de la stabilité financière, Automne 2013, p. 13.

financière et éviter que l'économie réelle n'enregistre de pertes. L'étude du FMI s'attache à décrire une méthode quantitative de détection des vulnérabilités qui s'appuie sur un outil de mesure en continu des conditions financières, soit un indice de tensions financières construit par le FMI.

Cet indice de tensions financières[82] est composé de critères permettant d'apprécier les variations marquées des prix des actifs, les élévations soudaines du risque ou de l'incertitude, ainsi que les changements brusques dans la liquidité et l'état de santé du système bancaire. Il repose sur sept variables : la volatilité du taux de change effectif réel et du marché boursier, le repli du marché boursier, l'écart de rendement relatif aux obligations de sociétés ou l'écart de taux sur les prêts interbancaires (différence entre les taux des prêts interbancaires et le taux des titres de dette d'une échéance similaire émis par l'État), le bêta du secteur bancaire, qui est une mesure de la volatilité des titres bancaires et de sa corrélation avec la volatilité des marchés boursiers en général, et l'écart entre les rendements des titres à court et à long terme. En période calme, toutes ces variables se situeraient à de faibles niveaux, indiquant l'absence de tensions financières.

L'indice de tensions financières du FMI est calculé mensuellement pour dix-sept économies avancées. Le niveau de l'indice calculé pour un pays est supérieur à sa fourchette de variation normale, lorsqu'il dépasse d'au moins deux écarts-types sa moyenne mobile sur dix ans. L'emploi de moyennes mobiles a comme conséquence pratique que la limite supérieure de la fourchette de variation normale augmente à la suite d'un épisode de fortes tensions et baisse après une longue période relativement calme.

Une autre façon d'établir la limite supérieure de la fourchette de variation normale de l'indice consiste à sélectionner une valeur de référence, c'est-à-dire la centrer, par exemple, par rapport à zéro et sur une échelle qui se situe entre zéro et cent. Ainsi, on pourra observer la volatilité de l'indice sur une valeur qui se situe entre zéro et cent.

Le comportement de l'indice est fortement corrélé à celui d'autres indices de tensions financières. Il donne lieu à des prévisions macroéconomiques d'une qualité semblable à celles tirées de ces autres mesures. Parce qu'ils sont en général beaucoup plus souvent actualisés, les

[82]On entend par tensions financières les conditions qui augmentent la probabilité d'une résurgence de déséquilibres. Théoriquement, un épisode de tensions financières se caractérise par un ou plusieurs des phénomènes suivants : montée de l'incertitude entourant la valeur fondamentale des actifs et la réaction des investisseurs, plus grande incertitude à l'égard de l'exposition des contreparties, et réticence accrue à détenir des actifs à risque et des actifs illiquides. Un épisode de tensions financières aiguës est qualifié de « crise financière», c'est-à-dire un phénomène d'ampleur systémique qui se distingue le plus souvent par de lourdes pertes dans le secteur bancaire ou financier.

indices de tensions financières permettent de dater avec précision les épisodes de tensions et d'en évaluer la gravité. Un inconvénient de ce type d'indices tient cependant au fait qu'ils ne rendent pas compte des différences entre les pays quant à l'importance du financement obtenu auprès d'institutions de crédit par rapport au financement de marché.

Par ailleurs, il est important de souligner que, ce genre d'étude contribue à fournir aux acteurs de marché et aux pouvoirs publics des indications sur les fragilités du système financier qui se profilent, cette appréciation permet également d'étayer les actions susceptibles de renforcer la stabilité financière et d'éviter que les secteurs de l'économie réelle ne subissent de pertes.

Néanmoins, certaines critiques quant à la plausibilité de ces méthodes de détection des crises ont pu émerger, notamment dans l'anticipation de la crise des prêts Subprimes ou du moins à quel moment précis elle allait éclater.

Section 3 : Historique et récurrence des crises financières

Les crises financières ont été un phénomène commun à travers l'histoire, fortement liées à l'idée du capitalisme, comme le confirme Plihon (2005) : « L'histoire du capitalisme est jalonnée de crises financières internationales »[83]. En effet, cette récurrence des crises scande le cycle financier qui conduit le capitalisme de bulle en bulle. Comme le précise Kindlelberger (2004) : « Il n'y a pas d'économie de marché sans crises »[84].

Les crises financières se présentent comme des faits qui se produisent régulièrement et à rythme procyclique. Plusieurs économistes ont multiplié les analyses, à l'instar de Bordo et al. (2001)[85], Kindleberger (2004)[86], pour tenter de comprendre comment ces phénomènes se répètent. Ainsi, l'étude historique des crises financières a permis de clarifier les origines de ces faits mais aussi leurs caractéristiques et de donner une explication pouvant justifier leur fréquence.

Dans cette section, il convient de décrire la fréquence et la sévérité des crises financières au regard de leurs récurrences dans les économies, mais d'abord, il semble important de

[83] PLIHON Dominique : « Les désordres de la finance : crises boursières, corruption, mondialisation », éd. Universalis, France, 2005, p. 25.
[84] KINDLEBERGER Charles: « Histoire mondiale de la spéculation financière », éd. Valor, 4éme éd., France, 2004, p. 8.
[85] BORDO Michael, EICHENGREEN Barry, KLINGEBIEL Daniela, SOLEDAD MARTINEZ-PERIA Maria: « Financial crises: lessons from the last 120 years », Center for Economic Policy Research, Vol. 16, n° 32, April 2001.
[86] KINDLEBERGER Charles, op. cit., 2004.

rappeler des exemples des principales crises financières, qu'elles remontent avant la Seconde Guerre mondiale, ou qu'elles caractérisent notre époque. Cette promenade dans l'histoire permet de se mettre en tête quelques éléments concrets, quelques points de repère, qui facilitent les tentatives d'explication des crises financières. Ce rappel des faits met l'accent tantôt sur les causes des crises, tantôt sur leur déroulement, ou leur impact.

1. Exemples des principales crises financières

L'histoire financière regorge de nombreuses crises. Elle est caractérisée de périodes d'euphorie suivies de brutaux retours à la réalité. Au cours des quatre derniers siècles, ces épisodes se sont succédés sans que les investisseurs semblent ne jamais apprendre de leurs erreurs.

Bien entendu, les crises financières ne sont pas des nouveautés. Il s'est produit depuis l'apparition de l'argent et des marchés financiers. Elles se sont développées à travers les âges et affectent encore des pays à ce jour, mais le schéma que suivent ces crises financières n'est jamais rigoureusement identique. Selon le point de départ de la crise, selon le contexte économique et institutionnel et suivant les politiques économiques menées, l'amplitude et les caractéristiques des crises varient. Comme le souligne Boyer (1988): « les crises financières se suivent sans se répéter à l'identique »[87].

Dans ce qui suit, nous allons analyser de façon brève, les crises sur une période relativement longue, en allant directement à la crise de 1929, et ce malgré les diverses autres crises qui jalonnent le XVIIème, XVIIIème et XIXème siècle, nous faisons donc un saut dans le temps jusqu'au XXème siècle et on en citera quelques grandes crises qui ont le plus marqué l'histoire et qui ont suscité beaucoup d'analyses par les économistes.

1.1. La crise de 1929 « la Grande Dépression »

Le krach de 1929 est une crise boursière qui se déroula à la Bourse de New York entre le jeudi 24 octobre et le mardi 29 octobre 1929. Cet évènement, le plus célèbre de l'histoire boursière marque le début de la Grande Dépression, la plus grande crise économique du XXème siècle.

Cette crise découle principalement du décrochage de l'indice des cours boursiers par rapport aux fondamentaux (prix, production,…etc.), amplifié par le développement du crédit

[87] BOYER in DE BOISSIEU Christian: « Les systèmes financiers: mutations, crises et régulation », éd. Economica, Paris, 2004, p. 93

utilisé à des fins spéculatives et la pratique des « call loans » qui, signifie en français « achat à la marge »[88], provoque une frénésie spéculative qui place la Banque Centrale américaine (la Fed) devant un dilemme : soit hausser le taux d'intérêt afin de contrecarrer la spéculation boursière, soit le baisser afin d'enrayer l'attrait du marché au jour le jour.

La Fed laisse un moment entendre qu'elle va monter ses taux d'intérêt, pour rendre le crédit moins bon marché et ainsi calmer le jeu. Puis, le 9 août, elle porte son taux d'escompte de 5 à 6%, et fait pression directement sur les banques commerciales de la Place pour qu'elles réduisent leurs propres prêts sur le marché au jour le jour. Mais, ces mesures s'avèrent vaines dès lors que l'essentiel des prêts aux brokers est financé par des « investment trust » et par l'étranger, et génèrent une forte externalité négative dès que la hausse du taux d'intérêt renforce l'attractivité des placements américains pour les capitaux étrangers qui alimentent, ipso facto, la spéculation censée être enrayée. De ce fait, la hausse des cours boursiers accompagnée d'une élévation parallèle du taux allant jusqu'à 15 à 20%[89], enclenche une bulle spéculative aspirant les capitaux mondiaux.

Cependant, cette bulle alimentée par la hausse de la Bourse de New York fondée sur un fragile édifice de crédit ne dure pas longtemps, elle éclata en octobre 1929.

Les premiers signes de l'éclatement de la bulle sont donnés par l'accélération de la croissance des cours durant les trois mois précédents le krach (juillet, août, septembre 1929), comme le montre le tableau (1) ci-dessous, et l'euphorie connaît un terme en octobre 1929. En effet, le mercredi 23, la situation chancelle, et le jeudi 24 (le « jeudi noir »), elle tourne à la déroute. Le volume des actions mises en vente explose.

Tableau n°1 : Cours des actions à New York (indice Standard Statistics) pour l'année 1929

Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
191	203	210	216	194	145	147

Source : GILLES Philippe: « Histoire des crises et des cycles économiques : des crises industrielles du 19e siècle aux crises actuelles », éd. Armand Colin, Paris, 2009, p.155.

---

[88] C'est une technique qui consiste à ne payer que 10% du prix de l'action et à emprunter 90% à un broker qui emprunte, quant à lui, auprès des banques, de l'argent au jour le jour.

[89] Cette politique monétaire restrictive déprime l'activité économique provoquant un fort ralentissement (notamment dans l'industrie automobile où les profits baissent de 28% entre le deuxième et le troisième trimestre 1929, et dans celle des chemins de fer où les recettes nettes d'octobre 1929 sont en recul de 5,6% comparativement à celles d'octobre 1928), qui se répercute à son tour sur Wall Street.

Ce krach boursier est d'une ampleur sans précédent puisque les valeurs cotées à New York ont subit des pertes considérables[90], et ce malgré les diverses mesures prises par les financiers de la place et la Fed[91], mais qui n'ont pas empêchées la baisse des cours qui s'est poursuite pendant environ trois mois.

En outre, ce krach boursier a entrainé des spirales déflationnistes qui contribuent à son ampleur. Aux États-Unis, il conduit à une baisse de la valeur du patrimoine, en particulier des spéculateurs ruinés, qui déprime la demande solvable globale, et à un tarissement des sources de financement des firmes. Ainsi, la production industrielle américaine diminue de près de la moitié entre 1929 et 1932. Le chômage explose : en 1933, un quart de la main-d'œuvre disponible est sans travail, rien qu'aux États-Unis le nombre des chômeurs est supérieur à 13 millions en 1933[92].

Au niveau international, la crise se propage par la baisse des cours des valeurs mobilières et des matières premières qui se répercute d'un marché à un autre, par la défiance contagieuse qui, en situation d'incertitude, caractérise la psychologie des opérateurs, par la réduction des importations qui déprime les débouchés extérieurs d'autres pays.

Par ailleurs, la période contemporaine a été le théâtre d'une multitude de crises. Ces crises financières récentes ont été nombreuses. Elles ont touché les pays développés aussi bien que les pays émergents. Certaines études notamment celles de Bordo et al. (2001)[93], Dehove (2003)[94] et Boyer et al. (2004)[95]…etc, estiment que les années consécutives à la Seconde Guerre mondiale, les « Trente glorieuses » en quelque sorte, ont été relativement épargnées, mais que la fréquence des crises s'est accrue depuis les années 1970, marquées par l'effondrement du système de Bretton Woods.

Pour cela, dans ce qui suit, nous ne nous intéresserons qu'aux crises financières les plus importantes de la période post Bretton, c'est-à-dire qu'aux crises financières systémiques graves dans les économies développées, en mettant l'accent tout particulièrement sur l'enchaînement des crises du Système Monétaire Européen (SME) de 1992-1993 puis son

---

[90] Des pertes de 32 milliards de dollars durant le seul mois d'octobre 1929, la moyenne du Dow Jones des valeurs industrielles tombent à son niveau le plus bas (198) le 13 novembre 1929.

[91] Les financiers de la Place ont procédé à l'achat de titres, au report d'appels des échéances des call loans, et la Fed a procédé à l'achat de titres via l'open market pour 370 millions de dollars durant octobre et novembre et à la baisse du taux de réescompte qui passe à 5% puis à 4,5% le 15 novembre.

[92] LACOSTE Olivier: « Comprendre les crises financières », éd. Eyrolles, Paris, 2009, p. 35.

[93] BORDO Michael, EICHENGREEN Barry, KLINGEBIEL Daniela et SOLEDAD MARTINEZ-PERIA Maria, op. cit., 2001.

[94] DEHOVE Mario, op. cit., 2003.

[95] BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique, op. cit., 2004.

effondrement en 1995, témoignages de l'incompatibilité d'une libération complète des mouvements de capitaux avec la pérennité d'un système de change fixe. De plus, une attention particulière sera mise évidemment sur un certain nombre d'épisodes fameux dans les marchés émergents, tels que la crise asiatique de 1997-1998, les crises russe et brésilienne en 1998. Nous y ajoutant aussi un autre cas historique, notamment l'effondrement de l'argentine en 2001.

1.2. Les crises du Système Monétaire Européen « SME »

Durant la décennie 90, l'Europe a été secouée par une série de crises qui sont connues sous le nom de « crises du Système Monétaire Européen ».

Le SME enregistre une première crise durant le second semestre 1992, en raison du relèvement des taux courts décidé par la Bundesbank lié au financement de la réunification, et de l'incertitude provoquée par le « non » des électeurs danois à la ratification du traité de Maastricht. Cette crise se manifeste, après la dévaluation de la lire (de 3,5%) et la réévaluation, à concurrence des autres monnaies, par des surréactions des marchés, débouchant sur la suspension de la participation de la livre sterling et celle des interventions obligatoires de la Banque d'Italie au Mécanisme de Change Européen (MCE), les dévaluations de la peseta et de l'escudo de 6% puis de la livre irlandaise de 10%, puis d'autres dévaluations sur ces mêmes monnaies s'en suivront. Ajoutant à cela, de fortes pressions sur le franc français et l'abandon du rattachement des monnaies périphériques de l'Europe du Nord (Finlande, Suède, Norvège) à l'Ecu (European Currency Unit)[96].

Durant l'été 1993, le SME est confronté à une seconde crise majeure qui se manifeste par de violentes attaques spéculatives contre le franc français, et s'achève par une décision d'élargissement à (+/-15%) des marges de fluctuation des monnaies participant au MCE, qui ne signifie pas l'abandon des principes fondamentaux du SME mais s'apparente à une mesure de sauvetage du système, et à nouveau mis à l'épreuve en 1995, en raison de la chute du dollar et des incertitudes sur l'orientation de la politique économique en France[97].

De façon générale, les causes de ces crises sont liées, d'une part, au contexte d'affaiblissement du dollar et, corrélativement, de l'affermissement du mark, au ralentissement économique en Europe en 1992-93 rendant moins soutenable une politique d'ancrage au mark en raison des niveaux élevés des taux d'intérêt à court terme, et à

[96] GILLES Philippe, op. cit., 2009, p. 255.
[97] Idem, 2009, p. 255.

l'incertitude quant à la crédibilité du projet d'union monétaire européenne avec les difficultés du processus de ratification du traité de Maastricht et le manque de convergence. D'autre part, les causes de ces crises découlent de la rigidité de la grille de parités fixes entre janvier 1987 et novembre 1992 (réévaluation du mark et du florin de 3%, des francs belge et luxembourgeois de 2%)[98]. En outre, cette rigidité est confrontée à l'insuffisance de convergence (inflation et finances publiques notamment) entre pays membres. Cela a eu pour effet la dégradation de la compétitivité/prix des pays les plus inflationnistes du système[99].

1.3. Les principales crises des pays émergents

Les pays émergents ont également été frappés par de multiples crises durant la décennie 90, qui s'expriment sous la forme de l'effet de domino et qui ont été déclenchées par différents mécanismes. Il y a eu la crise asiatique d'abord, la crise financière qui a éclaté en juillet 1997 avec le flottement de la monnaie thaïlandaise et qui s'est propagée par vagues à de nombreuses économies émergentes, puis la crise russe et la crise du Brésil en 1998.

La crise asiatique qui est devenue continentale, s'est déclenchée le 2 juillet 1997 lorsque la Thaïlande annonça ne plus pouvoir assurer le service de sa dette externe. Mais pas seulement, la plupart des observateurs imputèrent cette crise aux pays en difficulté notamment l'Indonésie, la Malaisie, la Corée du sud et y compris la Thaïlande, et aux experts tant gouvernementaux que privés qui les exhortèrent à déréglementer leur économie.

Au regard de la vigueur de la croissance chez ces pays durant les années 1980 et 1990, l'avènement de la crise asiatique fut une très grande surprise. En effet, ces pays ont connu une croissance exceptionnelle mais en raison de leur insuffisance d'épargne par rapport aux énormes besoins d'investissement intérieur, ces pays ont dû avoir recours aux capitaux extérieurs[100]. La dette fut alors alimentée majoritairement par des prêts bancaires. Cet endettement à court terme massif en devises (dollars et yens) est le premier risque majeur qui pesait sur la croissance de ces économies.

A cet effet, les entrées de devises exerçaient un effet multiplicateur sur la masse monétaire conduisant à un emballement du crédit interne (en bonne partie utilisé dans le secteur

[98] GILLES Philippe, op. cit., 2009, p. 255.

[99] En résumé, les crises du SME sanctionnent l'échec relatif des politiques de lute contre la spéculation caractérisées par une forte hausse des taux d'intérêt, avec le risque subséquent de provoquer une récession, dans la mesure où ces politiques sont inefficaces pour enrayer la défiance contagieuse, car les opérateurs doutent qu'elles réussissent et/ou qu'elles soient longtemps praticables.

[100] Pour la seule année 1995, les capitaux privés investis dans les cinq pays qui seront les plus touchés par la crise (Thaïlande, Indonésie, Malaisie, philippines, Corée) représenteront ainsi, selon le FMI, 74 milliards de dollars.

immobilier) créant une pression sur les salaires et les importations. Il provoquait donc une pression inflationniste et une détérioration du solde de la balance commerciale. Les mouvements internationaux de capitaux, au lieu de financer simplement le déficit courant propre au développement économique, devenaient (en raison de leur caractère souvent spéculatif) la cause de l'appréciation réelle du change[101] et de la dégradation importante des soldes courants.

Ainsi, la perte de compétitivité, l'emballement du crédit interne, le surinvestissement immobilier et l'explosion de l'endettement extérieur à court terme et en devises avaient préparé l'émergence d'une crise majeure. Le 2 juillet 1997, les autorités thaïlandaises ont renoncé au rattachement du bath au dollar des États-Unis et ont même essayé de vendre des dollars et des yens pour soutenir sa monnaie quand ils ont constaté le ralentissement des entrées de capitaux. Mais bientôt les réserves s'épuisèrent et ce d'autant plus que les institutions financières et les investisseurs locaux commencèrent à emprunter les monnaies locales pour les revendre contre des dollars. Et comme les créances sur les pays émergents étaient fortement substituables dans l'esprit des investisseurs internationaux, la dévalorisation du bath affecta les monnaies de l'Indonésie, de la Malaisie, des philippines et de la Corée du Sud[102].

Cependant, la crise s'estompera à partir de janvier 1998 après que le gouvernement américain aura fait pression auprès des banques commerciales pour qu'elles acceptent de rééchelonner leurs prêts à court terme. Néanmoins, les mesures restrictives qui accompagnent les accords avec le FMI[103] entraînent une baisse du PIB[104] en 1998.

Par ailleurs, sous l'effet de contagion, la crise asiatique a fini par toucher d'autres pays notamment la Russie et le Brésil. La propagation de la crise à ces pays était largement d'ordre psychologique, les marchés financiers s'étant rendus compte que ces pays présentaient également une inflation élevée, un lourd endettement et des monnaies surévaluées.

En 1998, la Russie est touchée à cause de son fort endettement public. En effet, le grand problème macroéconomique de la Russie était son déficit budgétaire fédéral (7,3% du PIB en 1997), provoqué par la faiblesse des rentrées fiscales et la hausse des taux d'intérêt

---

[101] Le taux de change réel des pays émergents d'Asie (Chine exclue) augmenta de plus de 25% entre 1990 et 1997, sauf en Corée où l'appréciation se limita à 12%.

[102] En six mois, le bath a perdu 53% de sa valeur par rapport au dollar, le won coréen 41% et la roupie indonésienne 79%.

[103] Pour faire face à la crise, le FMI accorde une aide de prés 17 milliards de dollars à la Thaïlande le 20 août 1997. En novembre, il en accordera encore 35 à l'Indonésie et en décembre 57 à la Corée, ce qui leur permettra de ralentir la chue de leurs monnaies.

[104] Une baisse du PIB de:-13,2% en Indonésie, -7,5% en Malaisie, -10% en Thaïlande et -0,5% aux philippines.

consécutives à la crise asiatique. Lorsque le prix du pétrole chuta de plus de 40% dans les premiers mois de 1998 en raison des récessions en Asie du Sud-est, le pays fut confronté à une baisse de ses recettes fiscales dont le pétrole est une source essentielle. Par ailleurs, il n'y a pas assez de réserves en devises à la banque centrale pour permettre à la Russie de rembourser ses dettes en monnaies étrangères[105]. Mi-août 1998, lorsque la Russie est confrontée à des taux d'intérêt de plus en plus élevés, reconnait dans les faits, qu'elle est dans une situation comparable à une « cessation de paiements », en d'autres termes, elle annonce son incapacité d'honorer les emprunts contractés à l'étranger. Ceci, avait provoqué l'effondrement de la valeur des titres d'État qui avaient perdu les deux tiers de leur valeur et la défiance des investisseurs qui provoquait des sorties de capitaux a amplifié les hausses de taux d'intérêt et les mesures de redressement entrainant une récession d'elle-même à l'origine d'une défiance accrue. La Russie paya la crise financière par un recul du PIB de 4,9% en 1998 et une inflation de 84,4% au cours de la même année[106].

La crise financière gagna aussi l'Amérique latine. Le brésil qui avait une parité glissante depuis l'introduction d'une nouvelle monnaie (le real) en 1994 souffrait d'un problème structurel de finances publiques ainsi que d'un déséquilibre chronique de ses échanges extérieurs. Par ailleurs, le pays a d'énormes besoins de financement pour couvrir ce dernier et financer sa dette externe. En janvier 1999, face à la défiance des investisseurs internationaux qui craignaient un risque de défaut sur la dette extérieure du pays, les autorités durent accepter une dévaluation de 8% du real en raison de la fuite des capitaux du brésil au rythme d'un milliard de dollars par jour. Cette dévalorisation initiale sera cependant insuffisante et le real perdra plus de 37% de sa valeur de janvier à octobre 1999. Ainsi, la charge de la dette libellée en devises fut alourdie entraînant le pays dans une grave crise.

Par ailleurs, sous l'action conjuguée de la dévaluation du réal brésilien, principal partenaire commercial, des effets des crises asiatique et russe prenant la forme d'importantes sorties de capitaux et d'une élévation des primes de risque et de la politique monétaire restrictive des États-Unis, les fondamentaux de l'argentine se détériorent qui dégrade la compétitivité/prix des exportations argentines. Ainsi, la récession s'est installée qui est, par

---

[105] Généralement, pour financer les dettes qui arrivent à échéance, l'État russe a pris l'habitude d'émettre de nouveaux titres dits « GKO », qui sont des bons du Trésor à court terme, à destination des opérateurs internationaux, détenus par la banque centrale, les banques de second rang, les caisses d'épargne et les non-résidents qui bénéficiaient d'une garantie de change. Or, les taux d'intérêt de ces titres principalement libellés en dollars étaient très élevés et les banques avaient souscrit des quantités importantes de ces titres pour bénéficier de ces taux d'intérêt faramineux.

[106] « La crise financière russe de 1998 », tiré du site web : fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financière_russe_de_1998. Date de consultation le : 21/09/2014.

ailleurs, accentuée par la rigidité du « currency board »[107], lequel exige un accroissement des rentrées fiscales (création de nouveaux impôts, hausses de la TVA et des taxes sur les opérations bancaires). Malgré ces mesures, le déficit budgétaire s'aggrave, les Autorités décidant de le financer par les privatisations et l'endettement en dollar, précipitant le pays dans une dynamique de défaut.

Après avoir dressé un bref rappel des crises qui ont marqué l'histoire, il convient à présent de se focaliser sur la fréquence des crises financières à travers leurs résurgences dans l'histoire des économies.

2. Fréquence et sévérité des crises financières dans l'histoire

Les facteurs susceptibles de provoquer l'instabilité du système financier peuvent être divers dans leurs manifestations. Ils sont principalement liés à l'innovation financière, à la soudaineté de la déréglementation, à la déficience des contrôles internes et l'inadaptation de la supervision au contexte concurrentiel dans lequel les institutions financières opèrent. Cela a engendré une fréquence accrue des crises financières et ont été particulièrement de grande ampleur dont le coût a souvent été considérable. Cela va être expliqué dans ce qui suit avec des illustrations concernant ces deux volets.

2.1. Fréquence des crises financières : Démonstration par récurrence

Il importe de se poser une première question : les crises financières sont-telles devenues plus fréquentes dans la période récente ?

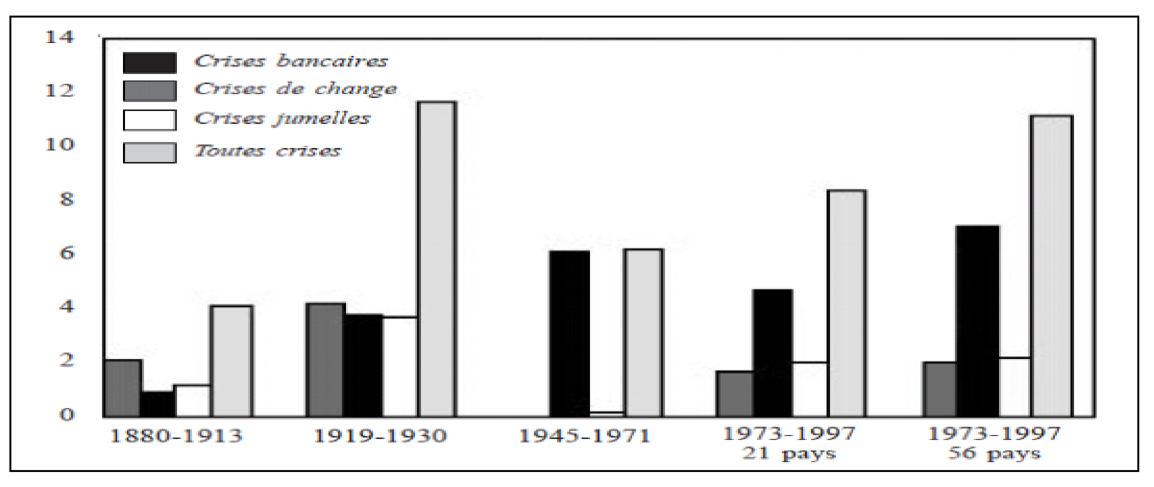
Des évolutions qui tendent a priori à l'intensification des crises telles que la financiarisation croissante et la libéralisation, semblent être accompagnées d'une croissance rapide du nombre de crises financières. En effet, l'ouverture des économies aux capitaux étrangers, le risque systémique, la faible rémunération des actifs dans les pays développés, l'abondance de la liquidité internationale, l'augmentation de l'endettement international, le

[107] Le « currency board » représente le régime de change auquel l'argentine était associée. Il a été instauré le 1er avril 1991, sous l'égide du président Carlos Menem, par une « loi de convertibilité » entre le peso argentin et le dollar américain (c'est-à-dire 1 peso = 1$ US) associée à un durcissement des lois sur les faillites d'entreprises, une loi de supervision bancaire et une abolition du contrôle des changes. Les autorités argentines avaient choisi la technique du currency board ou caisse d'émission pour stabiliser une économie marquée par une inflation presque permanente depuis la Seconde Guerre mondiale, permettre la convertibilité du peso, bénéficier des investissements étrangers et profiter de la croissance des échanges mondiaux.

risque d'instabilité des pays émergents, les effets de contagion et d'interdépendance, la volatilité des taux de change sont autant d'arguments venant conforter cette interprétation.

Les études ont littéralement explosé sur ce sujet à l'exemple de celle de Bordo et al.(2001)[108] qui ont réalisé une étude sur 56 pays (développés et en voie de développement) sur une période de 120 ans, ou alors celle du CAE effectuée en 2004[109] qui, selon les auteurs inspirés des travaux de Bordo et al., les crises financières en longue période s'est accrue après 1971, c'est-à-dire depuis l'abandon du système de Bretton Woods qui régissait les relations internationales et qui avait institué en particulier le régime de taux de change fixe mais ajustable d'après-guerre. En effet, il y est question d'une plus forte probabilité d'avoir des crises sur la période 1973-1997 que sur les périodes 1880-1913 et 1945-1971[110]. Il n'y a que la période 1919-1939 qui fait exception (dû à l'instabilité de l'entre deux guerres). En effet, les crises financières seraient d'une fréquence de 6%, durant la période de Bretton Woods alors qu'elles atteindraient plus de 10% entre 1973 et 1997, comme le montre le graphique suivant.

Graphique n°1: Fréquence des crises financières



Source : BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique : « Les crises financières », Conseil d'Analyse Economique (CAE), la Documentation française, Paris, 2004, p. 16. Repris de BORDO Michael et al.,: « Financial crises : lessons from the last 120 years », Center of Economic Policy Research, 2001.

---

108 BORDO Michael, EICHENGREEN Barry, KLINGEBIEL Daniela, SOLEDAD MARTINEZ-PERIA Maria, op. cit., 2001.

109 BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique, op. cit., 2004.

110 L'étude distingue quatre grandes périodes selon leur régime de change, étalon-or : 1880-1913, entre-deux guerres : 1919-1939, accords de Bretton Woods : 1945-1971 et post Bretton Woods : 1973-1997.

Ainsi, dans un essai d'interprétation de ce graphique, il convient de remarquer, la réapparition des crises bancaires à partir des années soixante-dix, par la fréquence des crises de change, et par le retour des crises jumelles quasiment absentes dans la période 1945-1971. Toutes formes confondues, la fréquence des crises financières serait donc passée d'un peu plus de 6% dans la période de Bretton Woods à près de 12% dans la période postérieure à 1973[111].

Cependant, certains types de crises peuvent apparaitre pour ensuite disparaitre à chaque période sans pour autant témoigner d'une généralisation quant à la récurrence des crises financières. Lors de la période de l'étalon-or, les crises sont d'abord bancaires (2%) et faiblement de change (1%) ainsi que jumelles (1%). La période de l'entre-deux-guerres est sujette à de nombreuses crises de toutes natures : crises de change (5%), crises bancaires (5%) et crises jumelles (5%). Pendant les accords de Bretton Woods, les crises bancaires disparaissent totalement mais les crises de changes restent nombreuses (7%). La période des 30 années suivantes, l'après Bretton Woods, se caractérise par un retour aux crises bancaires (2%) et l'apparition des crises jumelles (2%) tout en gardant un taux de crises de change élevé (5%)[112].

Un autre fait marquant de l'histoire longue de la fréquence des crises, est le retour des crises bancaires dans la période récente. Une sorte de « cycle long des crises bancaires » semble commander les crises financières, dans la longue durée. Les crises bancaires, après avoir atteint une fréquence maximum dans l'entre-deux-guerres, avaient disparu de notre paysage économique. Elles sont revenues sur le devant de la scène depuis la fin des années 1970. Ce renouveau des crises bancaires est concomitant à la libéralisation des systèmes bancaires nationaux. Cela dit, qu'il existe un lien fort entre crises bancaires et déréglementations bancaires, alors que ce lien apparaît plus problématique pour les crises de change.

Cette résurgence des crises invite en tout cas, au-delà de cette explication immédiate des crises bancaires par la déréglementation, à s'interroger sur la place des banques dans les dynamiques économiques ou sur les régimes d'accumulation de capital et de régulation économique qui sont aujourd'hui à l'œuvre et sur la possibilité de réduire la fréquence des crises bancaires dans le cadre des nouvelles dynamiques et nouvelles régulations.

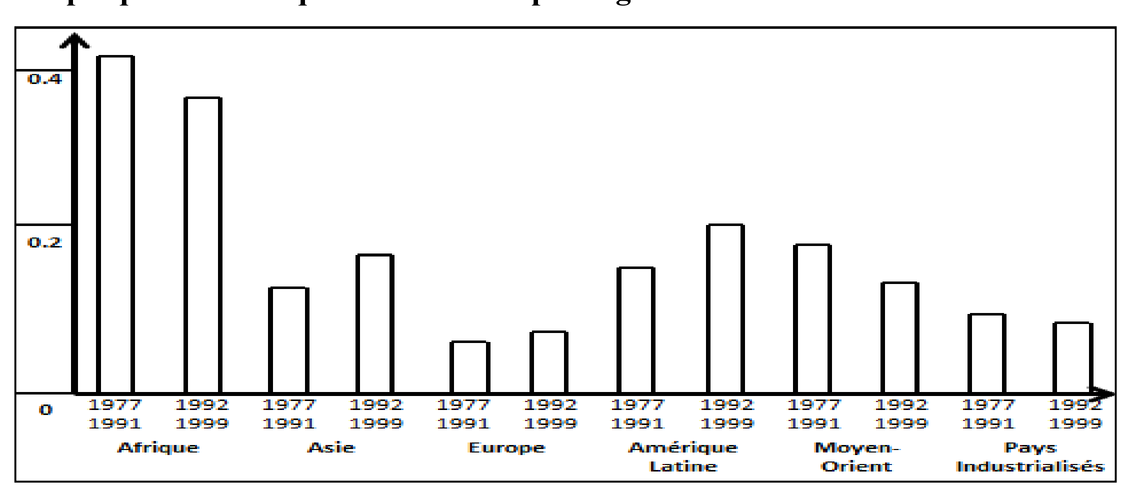
[111] DEHOVE Mario, op. cit., 2003, p. 16. Repris de BORDO Michael et al.: « Financial crises: lessons from the last 120 years », Center of Economic Policy Research, 2001.
[112] Idem, 2003, p. 16.

La poursuite de l'analyse de la récurrence des crises financières lors de l'après Bretton Woods met en avant dans la littérature une plus grande vulnérabilité vis-à-vis des pays en voie de développement (Stone et Weeks, 2001)[113].

Le graphique (2) montre l'Afrique avec une probabilité d'occurrence de crise moyenne d'une année sur deux contre l'Amérique Latine une année sur cinq, suivie de près par l'Asie et le Moyen-Orient. Les pays développés restent largement à l'écart au regard des pays en voie de développement avec en moyenne une crise par décennie.

Cette différenciation de l'occurrence des crises financières entre les pays développés et les pays en voie de développement s'interprète par l'insertion plus tardive de ces derniers dans la sphère financière internationale.

Graphique n°2 : Fréquence des crises par région



Source: STONE Mark, WEEKS Melvyn: « Systemic financial crises, balance sheets, and model uncertainty », International Monetary Fund Working Paper, n°162, October 2001, p. 35.Tiré du site web: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01162.pdf. Date de consultation le: 23/12/2013.

2.2. Sévérité des crises financières : Très coûteuses en croissance

Les crises financières sont également sévères et profondes en termes de coût et de durée. Dans l'étude de Dehove (2003)[114] dans laquelle il évalue l'effet des crises financières sur la croissance, dont les données ont été reprises d'une étude de Bordo et al. (2001)[115], est parvenu pour toutes les crises financières, y compris bancaires, à un constat des coûts en croissance.

[113] STONE Mark, WEEKS Melvyn: « Systemic financial crises, balance sheets, and model uncertainty», International Monetary Fund, Working Paper, n°162, October 2001, p. 33.
[114] DEHOVE Mario, op. cit., 2003.
[115] BORDO Michael, EICHENGREEN Barry, KLINGEBIEL Daniela, SOLEDAD MARTINEZ-PERIA Maria, op. cit. 2001.

En outre, cette étude suggère que les crises bancaires sont plus longues que les crises de change et que leur effet sur la croissance est toujours négatif et fort. Ce sont évidemment les crises jumelles qui sont les plus récessionnistes.

Toutefois, Dehove juge que, et selon les auteurs cités ci-dessus, toutes les crises ne doivent pas toujours être associées à une perte de croissance. Ils estiment que depuis 1972, environ un quart des crises ne sont pas récessionnistes. Ils précisent aussi que les effets en moyenne sur la croissance des crises de change auraient plutôt tendance à s'atténuer (8,3% avant 1913, 14,2% dans l'entre-deux-guerres, 5,2% pendant la période de Bretton Woods et 3,8% depuis 1973 pour l'échantillon constant sur toute la période de 21 pays)[116].

Les statistiques de cette étude sont présentées dans le tableau suivant :

Tableau n°2: Durée et profondeur des crises financières en longue période

	1880-1913	1919-1939	1945-1971	1973-1997 21 pays	1973-1997 56 pays
Durée moyenne des crises (en années)					
Crises de change	2,6	1,9	1,8	1,9	2,1
Crises bancaires	2,3	2,4	-	3,1	2,6
Crises jumelles	2,2	2,7	1,0	3,7	3,8
Toutes crises	2,4	2,4	1,8	2,6	2,5
Profondeur moyenne des crises (les pertes cumulées du PIB en %)					
Crises de change	8,3	14,2	5,2	3,8	5,9
Crises bancaires	8,4	10,5	-	7,0	6,2
Crises jumelles	14,5	15,8	1,7	15,7	18,6
Toutes crises	9,8	13,4	5,2	7,8	8,3

Source: BORDO Michael, EICHENGREEN Barry, KLINGEBIEL Daniela, SOLEDAD MARTINEZ-PERIA Maria: « Financial crises: lessons from the last 120 years », Center for Economic Policy Research, Vol. 16, n° 32, April 2001, p. 59.

Par ailleurs, l'étude explique que les conséquences récessionnistes des crises bancaires sont remarquablement stables, ainsi que celles des doubles crises c'est-à-dire des crises jumelles (sur les périodes où elles se produisent, ce qui exclut la période de Bretton Woods).

Si l'on se tient aux grandes lignes, on pourrait retenir, en évolution (sur les 21 pays suivis)[117] :

- que l'entre-deux-guerres est une période d'exceptionnelle violence des crises, notamment des crises de change, mais pas seulement, qu'une crise bancaire coûte en moyenne 8% du PIB, et ce quelle que soit la période ;

[116] DEHOVE Mario, op. cit., 2003, p. 25.
[117] Idem, 2003, p. 25, p. 27.

- qu'une crise jumelle coûte environ le double ;
- qu'une crise de change est de moins en moins coûteuse (la moitié d'une crise bancaire ou légèrement moins) ;
- qu'en moyenne, la durée des crises bancaires a légèrement augmenté depuis 1973 (3,1 ans contre 2,3 ans avant 1913 et 2,4 ans pendant l'entre-deux-guerres), et celle des crises de change a plutôt diminué (3,8 ans depuis 1973 contre 8,3 ans avant 1913 et 14,2 ans pendant l'entre-deux-guerres).

Cette étude montre ainsi qu'une crise financière ajoute bien à la sévérité d'une récession cyclique et que les crises ont des effets sur la croissance et sont très coûteuses en termes de croissance.

Conclusion

Ce présent chapitre est consacré à la compréhension générale des crises financières en s'appuyant sur les faits et en essayant de cerner au mieux le concept de crise afin de retracer la dynamique et l'amplification de ce phénomène. Le but est de dégager si possible des caractéristiques propres aux épisodes de crise financière et de comprendre comment celles-ci sont prises en compte dans les études consacrées à l'analyse des crises. Il ressort que les crises financières sont des phénomènes très complexes quant à leur nature et à leur évolution dans le temps. Comme le souligne De Boissieu (2006)[118], le schéma que suivent les crises financières n'est jamais identique. Selon le point de départ de la crise, selon le contexte économique et institutionnel et suivant les politiques économiques menées, l'amplitude et les caractéristiques des crises varient. Cependant, Les théoriciens ont essayé de déterminer la situation de crise par rapport à une situation normale, autrement dit, ont permis d'identifier une crise financière. Ce phénomène est désormais mesurable qu'il soit crise bancaire, de change, de la dette ou boursière.

Dans ce même contexte, la quantification du processus de détermination de crise afin d'anticiper d'éventuelles tensions pose le même genre de difficultés. Les méthodologies adoptées reposent sur l'obtention du différentiel de fluctuation de variables déterminantes par un comportement changeant avant, pendant et après une crise. Il est vrai que, la plupart des

[118] DE BOISSIEU Christian: « Les systèmes financiers: mutations, crises et régulation », éd. Economica, Paris, 2004, p. 102.

indicateurs donnent de bons résultats pour détecter les crises. Mais ces indices ne peuvent être définis de précurseurs que pour le retournement de la conjoncture du pays (ils se déclenchent lorsque la situation économique et financière d'un pays se dégrade) et nullement vis-à-vis d'effets de contagion internationaux. Ces techniques d'analyse apparaissent pertinentes si l'on suppose que la crise est le fruit d'une dégradation interne dont des signes précurseurs pourront témoigner de l'occurrence.
Ainsi, les crises liées à la faiblesse des données fondamentales, qui rend l'économie vulnérable à des chocs négatifs, sont peut-être prévisibles. En revanche, les indicateurs anticiperont sans doute moins bien les crises dues à une chaîne singulière d'événements ou à de purs effets de contagion, ou au fait que les technologies, les nouveaux instruments, les informations erronées sur la qualité des actifs, la consolidation des données suivant une optique nationale ou mondiale, les nouveaux modes d'opération des institutions financières (complexité des instruments financiers et les positions hors bilan) ont transformé les systèmes financiers de façon imprévisible constituant une difficulté dans l'évaluation de leur situation et donc à anticiper toute crise[119]. C'est pour cette raison que Mishkin (2000)[120] affirme que la prédiction des crises reste une question très délicate en ce sens que l'élément devant servir à mesurer la vulnérabilité est lui-même variable parce que la cible est mouvante.

Ce chapitre a également mis en avant la récurrence historique des crises financières en témoignant que cette récurrence des crises scande le cycle financier qui conduit le capitalisme de bulle en bulle. L'analyse de longue période et de la période récente a permis de faire apparaître des évolutions de la répartition des crises selon leur nature (crise de change, crise bancaire ou autre) sans doute plus riches d'enseignement sur les crises financières que la seule évolution de leur fréquence globale, de la répartition géographique mais aussi de leur périodicité. Plusieurs points importants sont à mettre en évidence : les crises de change sont toujours présentes à l'ensemble des périodes, les pays émergents sont a priori plus vulnérables que les pays développés et les crises financières sont plus fréquentes à partir des années 1990, qui se sont succédé à un rythme rapide depuis le début de la globalisation financière.

Après avoir présenté les principales caractéristiques des crises financières, il convient dès lors de raisonner sur leur dimension internationale où une attention particulière sera

[119] SHARMA Sunil: « Peut-on prédire les crises économiques ? », 1999, p. 42. Tiré du site web : www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/1999/06/..../sharma.pdf. Date de consultation le: 26/03/2014.
[120] MISHKIN Frederic: « Financial policies and the prevention of financial crises in Emerging Market Economies», Graduate School of Business, Columbia University, NBER conference, December 2000, p. 44.

évidemment orientée vers les notions d'effets de contagion, de transmission et d'interdépendances…etc. Le chapitre suivant se focalisera, a cet effet, sur la contagion internationale des crises financières.

Chapitre II :

La contagion internationale des crises financières

Introduction

La répétition accentuée des crises financières dans les années 1990 et 2000 ont été marquées généralement par des phénomènes de contagion sur les marchés financiers de nombreux pays. A titre d'exemple, la crise financière qui a éclaté en juillet 1997 avec le flottement de la monnaie thaïlandaise s'est propagée par vagues à de nombreuses économies émergentes débouchant sur plusieurs crises, d'abord dans la région asiatique puis au-delà[1]. Ces crises en série qui s'expriment sous la forme de l'effet domino ont été déclenchées par différents mécanismes complexes de transmission et de contagion[2].

Cette forte fréquence des crises s'est manifestée avec la globalisation et l'intégration des marchés financiers qui ont induit un contexte d'interdépendance entre économies où l'instabilité va amplifier les phénomènes de contagion. En effet, à partir des années 1990, les flux réels et financiers traversant les frontières des pays ont augmenté d'une façon continue et remarquable accentuant l'intégration des marchés, qui se manifeste par le fait qu'une crise localisée dans un pays affecte les autres économies.

Cette transmission des difficultés d'une économie à l'autre au sein d'une même région, et dans certains cas au-delà, est qualifiée depuis les années 1990 de « contagion »[3].

Par ailleurs, il convient de souligner à cet égard, que le champ de recherche sur la question de la contagion internationale des crises financières peut être qualifié d'embryonnaire puisque cela concerne un phénomène récent qui ne s'est présenté qu'avec les crises des pays émergents. A cet effet, aujourd'hui encore, les économistes n'arrivent pas à s'accorder sur le concept de la contagion, comme le confirme Forbes et Rigobon (2000) : « There is no consensus on the exact nature of contagion or how it should be defined »[4].

Cependant, dans son acception la plus large, le terme « contagion » désigne le fait qu'une crise sur un marché d'un pays accroît significativement la probabilité de tensions sur les marchés des autres pays, pouvant ainsi conduire à une succession de crises sur plusieurs pays.

---

[1] Il y a eu dévaluation en Indonésie en août 1997, pressions monétaires au Brésil et en Corée puis dévaluation en décembre, refonte du régime de change en Russie en janvier 1998 débouchant sur une crise en août, refonte du régime de change en Malaisie en septembre ainsi que des pressions en Colombie, au Chili, en Chine.

[2] BRANA Sophie et LAHET Delphine : « La propagation des crises financières dans les pays émergents : la contagion est-elle discriminante », Revue d'économie internationale, n° 103, 2005, p. 74.

[3] Perspectives de l'économie mondiale, FMI, 1999, p. 71. Tiré du site web: books.google.fr/books?isbn=1557758107. Date de consultation le: 22/03/2014.

[4] FORBES Kristin et RIGOBON Roberto: « Contagion in Latin America: definitions, measurement, and policy implications », National bureau of economic research, Working Paper Series, Cambridge, September 2000, p.13.

Ce phénomène de dominos peut se justifier fondamentalement par des similitudes ou des interdépendances macroéconomiques ou financières entre les économies concernées, mais il convient de distinguer différentes formes de contagion.

La littérature théorique identifie deux principales formes de contagion: la contagion fondamentale, identifiée par Kaminsky et Reinhart (2000)[5], qui se manifeste en présence des liens économiques et financiers entre pays et la contagion pure appelée également psychologique, reconnue par Masson (1998)[6], qui est marquée par l'absence de lien entre pays et qui résulte du changement de comportement des investisseurs internationaux.

L'objet du présent chapitre est l'étude du phénomène de contagion internationale des crises financières contemporaines. A l'instar des travaux récents sur la question, nous essayerons de caractériser et d'identifier théoriquement la contagion.

Ainsi, ce chapitre sera structuré en deux sections. La première passera en revue les principales théories et modèles sur les crises financières et leur contagion. La deuxième présentera les différentes conceptions de la contagion développées par la littérature et les principales formes de contagion identifiées ainsi que les mécanismes par lesquels elle se transmet, puis les facteurs qui rendent les pays vulnérables aux effets de contagion dans un contexte de forte interdépendance, seront évoqués, et enfin, nous essayerons d'expliquer comment l'intégration internationale favorise les interdépendances et facilite de ce fait la transmission des chocs entre pays.

Section 1 : Revue de littérature sur les théories relatives aux crises financières et à leur contagion

La théorie des crises financières a pour objet de repérer, entre autres, les principaux enchaînements qui mènent aux crises financières, à leur aggravation, à leur propagation et éventuellement à leur dénouement.

Une vaste littérature théorique consacrée aux crises financières a été effectuée, qui concerne plusieurs volets distincts : le premier examine les sources de l'instabilité financière, le second traite des mécanismes du déclenchement, le troisième explique le phénomène de contagion des crises et enfin, le dernier s'articule autour des politiques de prévention des crises.

---

[5] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen: « On crises, contagion, and confusion », Journal of international economics, 2000, p. 150.

[6] MASSON Paul: « Contagion monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria », IMF Working Paper, September 1998, p. 5.

Toutefois, nous nous contenterons ici de présenter que les trois premiers groupes à savoir les sources d'instabilité financière et les mécanismes de déclenchement des crises et éventuellement leur contagion, qui nous seront utiles à la réflexion et à l'indispensable compréhension des fondements théoriques des phénomènes des crises financières et de leur contagion.

Cette section s'organise donc en trois sous-sections : la première est dédiée aux théories traitant des sources de l'instabilité financière, laquelle abordera trois approches explicatives de l'instabilité financière. La seconde sous-section est circonscrite aux théories de bulles spéculatives, dans laquelle deux modèles seront présentés. Et enfin, la dernière s'attachera à l'explication du phénomène de propagation et de contagion des crises financières, et ce à travers les modèles liés aux anticipations auto-réalisatrices et à la clause de sortie.

1. Théories d'instabilité financière

Dans la littérature économique, la notion de stabilité financière est liée en général, à la stabilité des institutions, à l'absence de turbulence, à une faible volatilité des prix des actifs financiers. En plus de la réglementation prudentielle, une compréhension claire des régimes financièrement instables est un pré-requis pour une gestion et une prévention des crises.

Dans son acception la plus large, l'instabilité financière se réfère au désordre financier ou au risque systémique. Elle constitue une séquence d'événements qui intensifient le risque de crise. Si cette instabilité est suffisamment importante, elle peut conduire à un quasi-effondrement du fonctionnement des marchés financiers : c'est la crise financière.

De ce fait, il apparait que l'instabilité se trouve à l'origine des déséquilibres financiers et macro-économiques. Par conséquent, elle peut occasionner l'émergence récurrente de crises financières. De plus, il n'est pas exclu que celle-ci soit le résultat d'un processus de fragilisation financière.

De cette façon, nous tentons d'argumenter que l'instabilité financière précède l'occurrence de la crise proprement dite. Une des premières contributions à la théorie des crises financières, est un article d'Irving Fisher, un économiste américain, aux apports par ailleurs tout à fait orthodoxes[7]. Mais la théorie des crises financières a évolué depuis les premiers apports de Fisher, il y a eu celle de la fragilité financière, hypothèse énoncée par Hyman Minsky qui montre que le déclenchement d'une crise est conditionné par une montée de risque financier, qui débouche par la suite, sur une situation d'instabilité financière. Il définit l'instabilité

[7] DE BOISSIEU Christian : « Les systèmes financiers : mutations, crises et régulation », éd. Economica, 2004, p. 88.

financière comme : « Un ensemble d'interactions entre plusieurs marchés qui peut conduire parfois à des turbulences économiques et à des comportements incohérents ». Ensuite, celle de l'incertitude qui touche aux faits aléatoires notamment les crises financières.

Dans ce qui suit, on se propose de présenter les modèles théoriques explicatifs de l'instabilité du système financier suivant l'approche par la dette et la fragilité financière, puis, l'approche par l'incertitude.

1.1. Approche par la dette

Fisher (1933)[8] cherche à montrer comment le cycle de l'endettement contribue aux cycles de l'activité et aux crises financières qui les ponctuent. Il cherche à montrer que l'endettement des agents durant les phases ascendantes du cycle conduit à un processus déflationniste durant la phase descendante. La dette et l'évolution des prix sont, dans la théorie de Fisher, les facteurs clefs de la gravité et de la durée des crises.

Dans cette approche, toute crise est précédée d'un surendettement, puis accompagnée de déflation. Cela est dû à un facteur exogène conduisant à des occasions accrues d'investissements rentables et à une spéculation sur les marchés de capitaux privés. Ainsi, une spéculation excessive et des investissements trop optimistes sont alors des facteurs de crise financière, mais leur impact est décuplé quand ils sont réalisés à partir d'emprunts.

En effet, le processus est généralement financé par la dette, principalement par des prêts bancaires, ce qui augmente les dépôts, l'offre de monnaie et le niveau des prix. Une vague générale d'optimisme conduit à une accélération de la vitesse de la monnaie qui alimente l'expansion. Dans un tel contexte, la hausse des prix réduit la valeur réelle de l'encours de la dette en compensant ainsi l'augmentation de la dette nominale et favorisant de futurs emprunts. Le processus se poursuit jusqu'à ce qu'un état de surendettement général soit atteint au point que tout endettement supplémentaire accroisse le risque d'insolvabilité des emprunteurs. Lorsque ces derniers sont dans l'incapacité d'honorer leurs engagements et de se refinancer, une crise peut se déclencher, provoquée peut-être par une hausse des taux d'intérêt. Devant ces conditions, les débiteurs peuvent être contraints à liquider leurs actifs, en prenant la forme du mouvement de « ventes de détresse ». Si ce mouvement se généralise, cela conduit successivement à une baisse de prix puis à un déclin des dépôts bancaires.

[8] FISHER in DE BOISSIEU Christian, op. cit., 2004, p. 88.

Il suffit qu'il y ait la défaillance d'un ou plusieurs gros emprunteurs qui donne le signal du retournement des anticipations de profit à la baisse pour que tout s'emballe[9]. Ainsi, la défiance se généralise et l'offre de financement chute. L'assèchement de l'offre de crédits bancaires est un facteur en soi de contraction de l'offre de monnaie et donc de déflation. Cette dernière accroît alors la valeur réelle de l'encours de la dette. Au cours de cette spirale déflationniste, le taux d'intérêt nominal s'ajuste lui aussi à la baisse en causant une forte hausse des taux d'intérêt réels, compatible avec l'assèchement de l'offre de liquidités[10].

Tous les ingrédients caractéristiques de défaillance financière sont ainsi réunis pour qu'une telle situation dégénère en une crise. Les banques confrontées aux défaillances d'emprunteurs et à la défiance des déposants sont touchées par des faillites qui désorganisent le système monétaire et financier. Puis la récession s'installe dans un contexte de contraction de crédit (credit crunch).

Il est aussi important de souligner, à cet égard, que cette version de la théorie de Fisher (1933) permet d'éclairer certaines pratiques liées à la crise financière américaine de l'été 2007.

1.2. Approche par la fragilité financière

Hyman Minsky (1982)[11] a détaillé l'approche de Fisher et a introduit les notions de « paradoxe de tranquillité » et « l'hypothèse de fragilité financière », pour tenter de clarifier le problème du surendettement pendant un cycle ascendant.

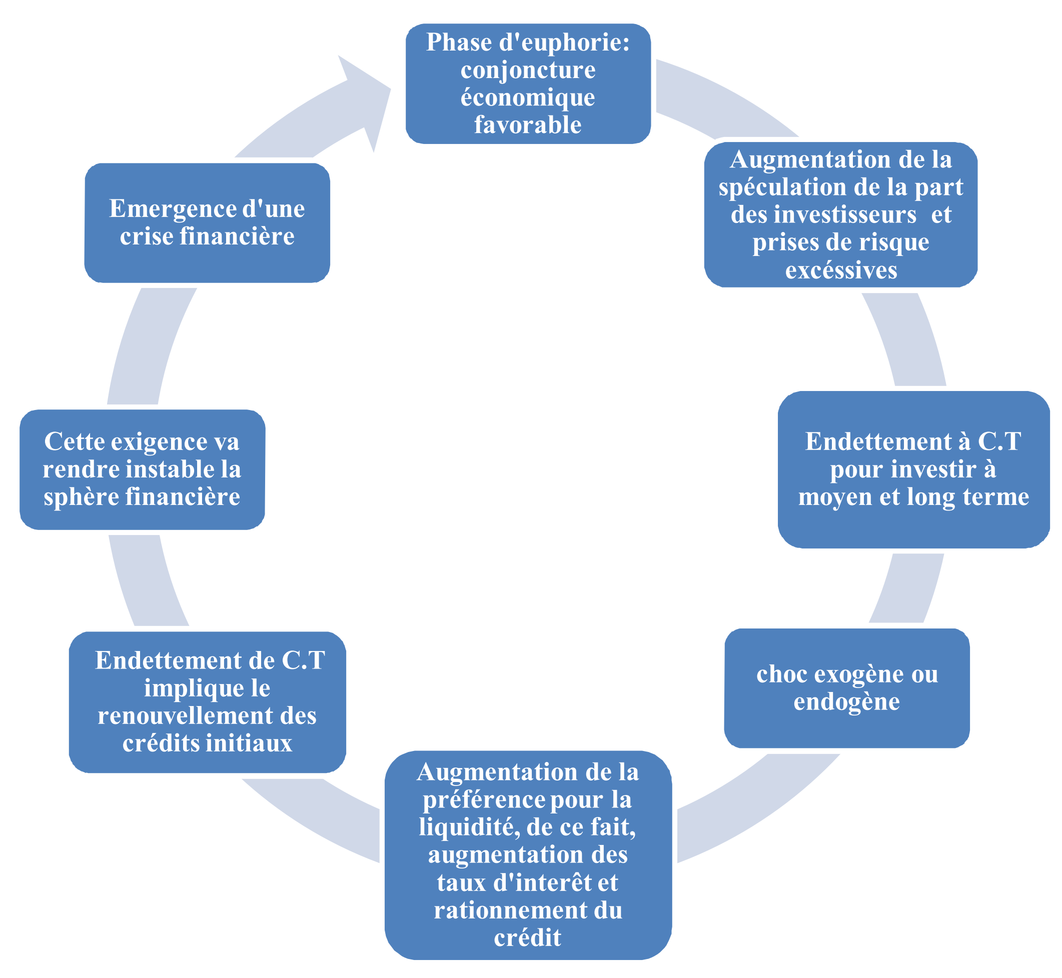
Il montre que la fragilité financière est masquée par son succès de façade. En effet, les crises de surendettement se préparent lorsque tout va bien et que les agents économiques (entreprises, ménages…) profitent de la croissance et des taux d'intérêt bas pour emprunter parfois au-delà du raisonnable pendant une période d'euphorie. Mais lorsque les taux d'intérêt se retournent à la hausse, en particulier du fait du resserrement monétaire (généralement lorsque l'inflation commence à se sentir), l'endettement qui paraissait soutenable, compte tenu du niveau modéré des taux, devient insupportable et vire au surendettement d'où la notion de « paradoxe de tranquillité ».

La figure n°3 ci-dessous illustre clairement le processus d'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky.

---

[9] FISHER in DE BOISSIEU Christian, op. cit., 2004, p. 88.
[10] Idem, 2004, p. 88.
[11] MINSKY in KINDLEBERGER Charles, op. cit., 2004, p. 15.

Figure n°3 : Le processus d'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky



Source : Adapté de DE BOISSIEU Christian: « Les systèmes financiers: mutations, crises et régulation », éd. Economica, Paris, 2004, p. 88.

Pour Minsky, en période d'euphorie, les investisseurs vont prendre plus de risques pour augmenter leurs profits afin d'accroitre la rentabilité de leurs investissements. De ce fait, ils vont s'endetter à court terme (les taux sont plus faibles) et investir sur le moyen, voire long terme afin de maximiser les profits. Cependant, lorsque les investisseurs commencent à s'apercevoir qu'il y a une prise de risques trop importante, il y a une augmentation de la préférence pour la liquidité. Celle-ci va se traduire ainsi par une augmentation du taux d'intérêt et un rationnement du crédit[12].

La configuration de l'investissement par endettement peut nécessiter le renouvellement des crédits initiaux. Cette exigence va rendre instable la sphère financière en cas de choc de liquidité et/ou de taux d'intérêt sans pour autant justifier une diminution des taux de

[12] MINSKY in KINDLEBERGER Charles, op. cit., 2004, p. 16.

rentabilité des investissements[13]. Ainsi, Minsky suppose que l'émergence de la crise est résultat d'une augmentation des taux d'intérêt, mettant en difficultés le secteur financier de par la configuration qui s'est installée.

Un autre élément de la théorie de l'instabilité financière par Minsky a été mis en évidence : la fragilité financière.

Le point de départ de Minsky (1982)[14] repose sur une définition de la structure financière des agents économiques. Il identifie trois types d'agents : les « agents prudents » qui ont un financement de couverture, les « agents spéculatifs » qui ont un financement spéculatif et les « agents Ponzi »[15] qui ont un financement à la « Ponzi ». Le financement couvert est un mode de financement prudent : les revenus attendus de l'investissement excèdent la charge de l'emprunt et l'ensemble des besoins de trésorerie à chaque période. Le financement spéculatif est plus risqué : les revenus attendus de l'investissement couvrent les intérêts de la dette, mais les remboursements du capital ne peuvent être honorés qu'à partir d'un horizon assez éloigné. Enfin, le financement « Ponzi » caractérise les agents qui doivent s'endetter pour financer les intérêts de leur dette. Ces agents parient sur des projets d'investissement qui ont un rendement attendu élevé mais à une date éloignée et qui, entre temps, ne génèrent pas des revenus suffisants pour couvrir les intérêts de l'emprunt. Les agents adoptant cette stratégie très risquée sont dans une situation d'insuffisance chronique de liquidités : ils sont à la merci d'une absence de renouvellement de leurs crédits. Les agents « Ponzi » ont un taux d'endettement croissant : en cas de hausse des taux d'intérêt ou de profit final plus faible que prévu ils peuvent être incapables de se désendetter et condamnés à une fuite en avant dans un surendettement explosif. Mais pas seulement, les agents « spéculatifs » sont aussi très vulnérables à une hausse du taux d'intérêt pouvant entrainer une valeur nette négative et l'insolvabilité de ceux-ci. Pour Minsky, cette fragilité liée à la structure financière des agents se constitue de manière endogène durant la phase d'expansion. Car il est individuellement rationnel pour les firmes ou les ménages de s'endetter plus, et pour les banques de prêter plus. En effet, c'est lors des phases d'expansion économique et financière, les comportements les plus risqués (spéculatifs et « Ponzi ») se développent, fragilisant l'économie.

Ainsi, des taux d'intérêt plus élevés créent une fragilité via une augmentation du financement de la dette, une transformation de la dette du long terme à court terme, un changement de la couverture à la spéculation ou au financement « Ponzi ».

---

[13] MINSKY in KINDLEBERGER Charles, op. cit., 2004, p. 16.
[14] MINSKY in DE BOISSIEU Christian, op. cit., 2004, p. 90.
[15] Nom donné à un grand spéculateur italien.

Le ralentissement de l'offre de crédit, la fluctuation à la hausse des taux d'intérêt suffisent alors à déclencher les premières faillites. La crise financière se développe à partir du moment où la défiance se généralise et le besoin accru de liquidités ne peut être satisfait. Par un effet domino, les agents « Ponzi » et « spéculatifs » se retrouvent les uns après les autres en situation de cessation de paiement. Les difficultés n'épargnent pas non plus les agents qui ont un financement prudent, leurs revenus diminuent, et dans un contexte d'asymétrie d'information, ils peuvent être victimes de rationnement du crédit.

La figure n°4 décrit la répartition de l'investissement à travers des structures d'endettement pouvant devenir financièrement instables. Celles-ci vont évoluer en parallèle à une situation économique favorable de « l'Hedge finance » vers la « spéculative » puis la « Ponzi finance » jusqu'à ce que ce processus devienne trop risqué sans pour autant témoigner d'une dégradation de la rentabilité financière.

Figure n°4 : Typologie de la structure financière des agents économiques

Typologie de la structure de vulnérabilité financière des investisseurs :

Hedge Finance

Ponzi Finance

Spéculative Finance

Source : Adapté de DE BOISSIEU Christian: « Les systèmes financiers: mutations, crises et régulation », éd. Economica, Paris, 2004, p. 90.

1.3. Approche par l'incertitude

L'incertitude se rapporte aux événements futurs, tels que crises financières et changements de régime politique, non susceptibles d'être réduits à des probabilités objectives, et fournit également des occasions de faire des bénéfices sur les marchés notamment sur les marchés financiers.

En général, les marchés financiers et en particulier les marchés de crédit sont des marchés de promesses donc frappés d'incertitudes majeures. Lorsque l'incertitude est couplée aux facteurs psychologiques, cela peut être la source d'importantes perturbations sur ces marchés.

Guttentag et Herring (1986)[16] ont exploité certains résultats de travaux de la psychologie cognitive pour élaborer leur théorie de la « myopie au désastre » dans le secteur bancaire. Cette théorie aussi connue dans la littérature sous l'expression de « comportement moutonnier », désigne une tendance systématique à la sous-estimation des probabilités de chocs et notamment de crédit, à savoir ceux résultant du défaut d'un ou plusieurs emprunteurs importants.

Nous présentons ici les hypothèses explicatives de ce phénomène et la dynamique du surendettement qui en résulte et susceptible de déboucher sur une crise.

L'hypothèse de l'aveuglement au désastre, selon ses concepteurs, consiste à prendre en compte un seuil critique lorsqu'un risque ne peut être estimé à partir d'une fonction de probabilité bien définie. Autrement dit, en l'absence de base rationnelle, il consiste à considérer une règle dite du « seuil heuristique » selon laquelle, une fois que la probabilité subjective tombe en dessous d'une certaine valeur, cette probabilité est traitée comme si elle était nulle. Il s'agit alors d'une réponse psychologique à une menace dont l'occurrence ne peut être estimée à l'aide de probabilités tirées des événements passés du même type. Le seuil heuristique induit une discontinuité dans les comportements individuels, puisque la probabilité subjective de l'événement redouté est nulle avant le seuil et strictement positive au-delà. La myopie de ce comportement est renforcée par le fait que le souvenir du dernier événement systémique s'érode au fur et à mesure que celui-ci s'éloigne dans le temps.

En outre, le phénomène de myopie au désastre n'est pas constant dans le temps et il est favorisé par un ensemble de facteurs dont la conjonction stimule son développement. Selon toujours les travaux de Guttentag et Herring (1986)[17], il existe quatre éléments stimulant la myopie au désastre dans le secteur bancaire :

- le temps écoulé depuis le dernier choc ;
- une forte concurrence d'une part entre intermédiaires financiers (concurrence destructive à la fois sur les marchés des dépôts et des prêts) et d'autre part, entre les intermédiaires et le marché ;
- le raccourcissement de l'horizon temporel des décideurs, favorisé par leur mobilité professionnelle et certaines variations de rémunération ;

[16] GUTTENTAG Jack et HERRING Richard: « Disaster myopia in international banking », Essays in International Finance, n°164, September 1986, p. 109.
[17] Idem, September 1986, p. 109.

- l'anticipation par les banques d'un soutien implicite des autorités publiques (aléa moral).

Parmi ces facteurs, la concurrence joue un rôle relativement plus important. Cette concurrence conduit à sous-estimer le risque encouru dans la mesure où les risques pris par les autres banques peuvent être interprétés comme une preuve de la faiblesse du risque. On a là une forme de paradoxe : c'est parce qu'elles s'attribuent mutuellement une certaine rationalité que les banques sont conduites à un comportement irrationnel.

De plus, en présence d'asymétrie d'information, les emprunteurs ont tendance à dissimuler leur véritable position financière en cas de difficulté, afin d'obtenir des prêts. Ce qui peut conduire à un mouvement d'endettement généralisé. En effet, la décision explicite d'une banque relative au choix de ses emprunteurs ou de l'allocation des crédits ne dépend plus des critères de gestion et de rentabilité appropriés.

Ainsi, l'offre de crédit est accélérée par le comportement des banques caractérisé par le mimétisme, la perte de mémoire des précédents épisodes de crise ou encore une confiance excessive en leurs propres choix par rapport à ceux des autres acteurs du marché. Par ailleurs, dans les périodes de croissance économique, les banques ne perçoivent plus la possibilité d'occurrence d'un choc macroéconomique défavorable. Les crédits accordés à l'économie sont de moins en moins prudents. A contrario, lorsqu'un choc défavorable apparaît, les agents économiques, essentiellement les banques, renversent brusquement leur position quant à la probabilité subjective (Il y a une discontinuité dans le régime de crédit).

A cet effet, l'aveuglement et la prise de risque excessive rendent le portefeuille d'actifs bancaires plus risqué, fragilisant la situation financière des banques et peut constituer une menace pour la stabilité du système financier tout entier.

Les modèles exposés ci-dessus permettent de circonscrire le cadre d'analyse de l'instabilité financière. Ces modèles ne constituent pas en tant que tels des modèles explicatifs de crise mais aident à comprendre les différents enchaînements de la phase ascendante du cycle avant l'éclatement possible d'une crise.

2. Théories des bulles spéculatives

Il y a eu quelques tentatives pour donner aux crises, un modèle incluant des bulles spéculatives. Dans la littérature, il s'est développé une catégorie de modèles de bulles spéculatives qui met le crédit bancaire au cœur de l'analyse. Deux tendances peuvent se

dégager. La première et la plus ancienne, présente les bulles spéculatives comme la résultante du boom de crédit (Kindleberger, 1978, 2004)[18]. La seconde présente les bulles spéculatives comme une interaction de problème d'Agent-Principal et d'incertitude liée à la disponibilité du crédit bancaire (Allen et Gale, 2000)[19].

2.1. Modèle de Kindleberger

Analysant de nombreuses crises financières qui ont marqué l'histoire, en remontant jusqu'en 1637 avec la bulle spéculative sur les bulbes de tulipe en Hollande, Charles Kindleberger (1978, 2004)[20] distingue quatre phases dans ce modèle général de la crise financière :

- La première phase est celle de « la manie spéculative » (manias) aussi connue dans la littérature sous l'expression de « folie spéculative ». Il indique que toutes les crises financières commencent par la formation de bulles : un placement se révèle attractif et nourrit un boom spéculatif.
- La deuxième phase correspond à la généralisation de la spéculation dans l'ensemble de l'économie à la suite du laxisme des autorités monétaires qui injectent des liquidités pour satisfaire la demande. Cela aboutit à une amplification désastreuse de la spéculation avec pour effet la hausse générale des prix. Il en résulte, de ce fait, une surestimation des rendements attendus par effet de mimétisme.
- La troisième phase est celle de l'éclatement : due à un grand nombre de scandales, de faillites et de révélations d'un aussi grand nombre d'escroqueries de toutes sortes (swindles). Ces phénomènes mis au jour agissent comme un choc psychologique à l'origine du retournement des anticipations qui deviennent alors pessimistes.
- La quatrième phase est celle de l'inévitable krach : les emprunteurs confrontés à la détresse financière, se retrouvent dans l'impossibilité de faire face à leurs engagements financiers, par le blocage du crédit des banques qui n'ont plus confiance. De ce fait, les investisseurs liquident leurs actifs à des cours de plus en plus bas. La perte de valeur des actifs détenus par les banques entraîne des faillites bancaires.

---

[18] KINDLEBEGER Charles : « Manias, Panics and Crashes », 1978. Edition française: Histoire mondiale de la spéculation financière, traduction Pierre-Antoine Ullmo et Guy Russel, 2004.
[19] ALLEN Franklin et GALE Douglas: « Bubbles and crises », The Economic Journal, Vol. 110, n°3, January 2000.
[20] KINDLEBERGER Charles, op. cit., 2004, p. 46.

Le point de démarcation entre l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky (1982)[21] présenté plus haut et ce modèle de Kindleberger (1978, 2004)[22] exposé ici, est que ce dernier soutient que le surendettement ou le boom de crédit ne peuvent pas conduire à un boom spéculatif en l'absence de changements d'anticipations. En effet, les anticipations optimistes liées au boom spéculatif sont progressivement laminées pour céder la place à l'anxiété. La bulle spéculative à l'origine de la panique est traduite par une déconnexion entre les cours observés et les bases réelles qui déterminent la valeur du bien ou du titre ou de la monnaie qui fait l'objet de la spéculation.

2.2. Modèle de Allen et Gale

Allen et Gale (2000)[23] montrent que la formation de la bulle peut être amplifiée par des problèmes d'Agent-Principal (investisseur-banque) sous la forme de transfert de risque (risk shifting) ou de substitution d'actif (asset substitution problem). Ces problèmes apparaissent dans la mesure où les banques (Principal) ne peuvent observer les caractéristiques des opérations entreprises par les investisseurs (Agents, en général les hedge funds). Ces derniers utilisent les crédits bancaires pour investir dans des actifs risqués lesquels sont très attractifs dans la mesure où, en cas de faible rendement, la banque supporte la perte la plus importante si les investisseurs font défaut. En revanche, lorsque les rendements sont élevés, les investisseurs sont gagnants dans le sens où la valeur de liquidation des actifs est largement supérieure au coût d'investissement.
Cette situation encourage les investisseurs à tirer vers le haut le prix des actifs risqués. C'est le point de départ de la bulle spéculative.

Dans le modèle de Allen et Gale, la source de l'incertitude provient à la fois du caractère aléatoire du rendement des actifs et de l'anticipation de la disponibilité du crédit bancaire. Ils introduisent deux innovations théoriques dans leur modèle. Premièrement, ils intègrent dans un contexte de détermination du prix des actifs, le phénomène de transfert de risque ou de substitution d'actifs qui implique parfois la réorganisation du portefeuille des actifs pour percevoir des commissions à chaque mouvement. Ce qui peut conduire à une surévaluation de la valeur des actifs et rendre les actifs plus risqués dans la mesure où l'augmentation de la quantité de crédit baisse le taux d'intérêt et augmente le prix que les investisseurs sont prêts à payer. Ainsi, la bulle apparait du fait que les prix des actifs se fixent au delà de leur valeur

---
[21] MINSKY in DE BOISSIEU Christian, op. cit., 2004.
[22] KINDLEBEGER Charles, op. cit., 1978, 2004.
[23] ALLEN Franklin et GALE Douglas, op. cit., January 2000, p. 241 et 242.

fondamentale. Cette bulle, à son tour, aggrave la crise qui s'ensuit. La deuxième innovation est d'explorer le rôle de l'expansion du crédit dans la création de bulles. L'expansion du crédit interagit avec le phénomène de transfert de risque de deux manières : d'une part, l'expansion du crédit peut avoir un effet sur le prix courant des actifs en ce sens qu'il encourage les investisseurs à financer les investissements les plus risqués. D'autre part, l'anticipation future de l'expansion du crédit peut accroitre le prix courant des actifs et par la même occasion, avoir un effet plus important sur la probabilité d'une éventuelle crise.

Dans les modèles de Kindleberger (1978, 2004) et Allen et Gale (2000), l'origine de la formation de la bulle reste liée au montant de crédit que le système bancaire accorde. L'éclatement de la bulle suite à des chocs (retournement du marché, politique monétaire restrictive) a inévitablement pour conséquence l'effondrement du système bancaire qui se trouve en général au cœur de ce dispositif en tant que fournisseur ultime de liquidité. D'une façon générale, le caractère aléatoire de ces modèles se situe dans le fait qu'on ne sait pas quand est ce qu'on passe d'un état d'anticipation avec confiance à un état d'anticipation où cette confiance dans l'avenir n'existe plus.

3. Théories liées à la contagion des crises financières

L'étude du phénomène de contagion des crises financières a intéressé beaucoup d'économistes, surtout depuis les années 1990, mais qui demeure cependant pas très riche.
A l'instar des travaux récents sur la question, nous essayerons de caractériser théoriquement la contagion, en présentant les théories liées au modèle d'anticipations auto-réalisatrices ainsi que les modèles liés à la clause de sortie, dont le choix de ceux-ci se justifie principalement par leur acceptation universelle et leur fréquente utilisation pour montrer le processus du phénomène de contagion des crises financières et aussi parce qu'elles sont les plus explicatives concernant ce sujet.

3.1. Modèle des anticipations auto-réalisatrices

La contagion des crises financières peut être caractérisée théoriquement à partir d'un modèle des anticipations auto-réalisatrices[24]. En effet, la coordination des spéculateurs vers

[24] Une anticipation auto-réalisatrice représente une situation où les actions des agents économiques fondées sur un ou plusieurs événements sont suffisantes pour engendrer la crise de l'événement lui-même. Lorsque les acteurs anticipent une baisse ou une hausse des actifs financiers, monétaires ou de matières premières, ces anticipations sont régulièrement auto-réalisatrices. Ainsi, la croyance qu'une crise est susceptible de survenir peut engendrer la crise.

l'équilibre avec attaques spéculatives peut être expliquée par la réalisation d'une crise dans un autre pays.

Ces modèles reposent sur l'hypothèse de la volonté du gouvernement de poursuivre une politique monétaire expansionniste tout en maintenant le régime de change fixe qui conduit à une anticipation défavorable de la part des spéculateurs.

La littérature abondante sur les crises financières en général et les crises de change en particulier, a permis d'apporter une digression sur les fondements théoriques concernant le phénomène de contagion et des crises auto-réalisatrices.

Masson (1999)[25] est le pionnier qui a combiné ces deux concepts à savoir la contagion et le mécanisme des attaques auto-réalisatrices. En effet, il a conçu la contagion d'une manière très simpliste en fournissant la possibilité de se repérer à une frange de fondamentaux pour laquelle l'économie est vulnérable à la contagion. Dés lors, le gouvernement pourrait en profiter comme outil de prévention des crises.

Dans un contexte de multiplicité des équilibres et d'anticipations auto-réalisatrices, Masson souligne le rôle du risque comme facteur clé qui permet de comprendre la coordination des investisseurs suite à une crise dans un autre pays. Il considère, en effet, une prime de risque comme une composante endogène où il l'incorpore dans la fonction du rendement des actifs financiers et montre que le changement des croyances du marché concernant la prime du risque, peut engendrer des attaques spéculatives auto-réalisatrices sur la monnaie.

Il a introduit donc la contagion à travers la prime du risque où une crise dans un pays affecte d'autres pays en causant une augmentation dans leurs primes de risque relatives aux obligations.

D'après Choueiri (2002)[26] ce mécanisme de transmission est dû au comportement aveugle des investisseurs internationaux qui diversifient le risque en détenant des actifs dans plusieurs marchés (diversification du portefeuille). Dès lors, dans un environnement incertain, une crise dans un pays incite ces investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles en se retirant d'un autre marché dont les actifs sont libellés en une monnaie positivement corrélée avec la monnaie du pays originaire de la crise. Cela se traduit par une augmentation de la prime du risque qui figure dans la fonction de rendement des actifs de ce marché, ce qui déclenche un effet de contagion.

---

[25] MASSON Paul: « Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria », Journal of International Money and Finance, Research Department, International Monetary Fund, 1999.

[26] CHOUEIRI Nada: A model of contagious currency crises with application to Argentina, Journal of International Money and Finance, 2002, p. 440. Tire du site web: www. Choueiri//Journal/international/of,//money and finance/pdf.pdf.

Par ailleurs, d'autres travaux ont fourni une contribution très importante et révélatrice à la question de la coordination des acteurs notamment dans le contexte de la contagion. Goldestein et Pauzner (2004)[27] s'affranchissent de la question de la contagion en essayant de rendre endogène entièrement l'élément externe de la coordination lors d'un épisode spéculatif. Pour ce faire, ils ont exploité le rôle de la structure d'information notamment l'information incomplète sur l'état des fondamentaux qui agit d'une manière significative sur le comportement stratégique des investisseurs internationaux. En effet, l'introduction d'une incertitude sur l'état des fondamentaux (lorsque l'information devient incomplète) permet d'éviter la situation des équilibres multiples et par conséquent on peut déterminer lequel des équilibres sera réalisé. De ce fait, Goldestein et Pauzner (2004)[28] montrent qu'un groupe des investisseurs qui investissent dans deux pays différents dont les fondamentaux sont indépendants, peut provoquer de la contagion entre ces deux pays. Leur analyse est basée sur le raisonnement suivant : il y a risque de contagion lorsqu'une crise dans le reste du monde augmente la probabilité d'une crise domestique. Autrement dit, le déclenchement d'une crise dans un pays pousse les investisseurs internationaux a révisé leurs investissements dans les autres pays avec l'augmentation de l'aversion au risque. En effet, si les investisseurs ne se coordonnent pas, nous nous retrouvons dans un jeu à information incomplète et une coordination vers le mauvais équilibre avec attaques spéculatives se réalise, ce qui augmente la probabilité de l'occurrence d'une crise dans un autre pays. Une crise ailleurs est donc considérée comme un signal d'une éventuelle occurrence d'une crise domestique.

Eichengreen et al. (1997)[29] ont essayé de vérifier si les incidences des attaques spéculatives tendent à être corrélées dans le temps afin de montrer la nature contagieuse de la propagation des crises. Ils ont proposé un test empirique qui permet d'évaluer la probabilité de la réalisation d'une crise dans un pays à un moment donné, relative à l'incidence d'une crise dans un autre pays ailleurs, intervenue ou non, au même moment. En effet, ils ont estimé, à l'aide d'un panel de 20 pays industrialisés observés sur la période de 1959-1993, un modèle probit qui lie une variable dépendante à des variables macroéconomiques et une variable de contagion (qui n'est autre qu'un signe de la réalisation d'une crise dans un autre pays différent du pays en crise).

---

[27] GOLDESTEIN Itay et PAUZNER Ady: « Contagion of self-fulfilling financial crises due to diversification of investment portfolios », Journal of economic theory, 2004, p. 170.
[28] Idem, 2004, p. 171.
[29] EICHENGREEN Barry, ROSE Andrew, WYPLOSZ Charles: « Contagious currency crises », National bureau of economic research, Working Paper Series, March 1997, p. 6 et 7.

Ils ont montré ainsi que des attaques spéculatives sur une monnaie étrangère augmentent la probabilité des attaques spéculatives sur la monnaie locale d'à peu prés 8%[30]. Malgré cette évidence de la contagion, Eichengreen et al. (1997)[31] pensent que leur approche ne permet pas d'identifier le type de canal de transmission : canal commercial ou financier.

Néanmoins, outre l'analyse d'Eichengreen et al., les autres travaux cités ci-dessus admettent également quelques limites. Masson a notamment discuté de la possibilité qu'une crise auto-réalisatrice soit due à la contagion. En effet, cette crise est caractérisée par la coordination dans les anticipations dictée par une crise dans le reste du monde. Mais, il n'a pas explicité le mécanisme de cette coordination. En d'autres termes, il n'a pas pu expliquer pourquoi tel pays plutôt qu'un autre a été victime de cette contagion.

La littérature a présenté ainsi d'autres travaux qui ont tenté d'expliciter les mécanismes de cette coordination en présence d'une crise dans le reste du monde. Nous allons discuter dans ce qui suit des principaux travaux qui utilisent les modèles avec clause de sortie comme un plus aux théories relatives à la contagion des crises financières.

3.2. Modèle lié à la clause de sortie

Dans les pages qui précèdent, nous avons abordé la question de la difficulté de l'explication de la coordination des acteurs dans le contexte de multiplicité des équilibres. Nous avons présenté ainsi les principaux travaux qui ont tenté d'expliciter les mécanismes de la coordination, notamment avec le comportement mimétique des acteurs dans un environnement dicté par l'asymétrie et l'imperfection d'information.

Les modèles avec clause de sortie fournissent, par ailleurs, un cadre naturel dans lequel des études différentes ont pu avoir une réflexion sur la question de la contagion.

En effet, plusieurs travaux sur la contagion adoptent cette approche avec clause de sortie. Le pionnier était toujours Masson (1998[32], 1999[33]) qui suppose que la contagion peut être considérée comme la conséquence d'une situation d'équilibres multiples.

La contribution de son travail était de considérer qu'une crise dans un pays voisin (constituant une variable exogène) peut coordonner aussi les anticipations des acteurs en les polarisant

---

[30] EINCHENGREEN Barry, ROSE Andrew et WYPLOSZ Charles, op. cit., March 1997, p. 39.
[31] Idem, March 1997, p. 38.
[32] MASSON Paul: « Contagion monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria », IMF Working Paper, September 1998.
[33] MASSON Paul: « Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria », Journal of International Money and Finance, Research Department, International Monetary Fund, 1999.

vers le mauvais équilibre avec attaques spéculatives. La crise auto-réalisatrice tend alors à devenir systémique, phénomène qualifié de contagion.

Masson (1999)[34] propose un modèle avec un ensemble d'explications pour la transmission de la crise mexicaine à plusieurs autres pays émergents de la région : une première explication est le choc commun[35] affectant tous les pays, théorisé sous le nom d'effet de mousson (par exemple : un brusque changement dans le taux d'intérêt (ou de change) des États-Unis). La deuxième explication est l'effet des répercussions (spillovers) à travers les liens commerciaux. La dernière explication est la contagion qui se manifeste à travers les changements d'anticipations des investisseurs, qui peut résulter d'un saut entre les équilibres, déclenché par une crise dans le reste du monde. Selon cet auteur, seule la dernière explication est considérée comme la vraie contagion qui n'est pas expliquée ni par des interdépendances avec le pays originaire de la crise, ni par des problèmes de fondamentaux du pays contaminé[36].

Ainsi, dans le cadre des modèles avec clause de sortie, la contagion ne s'opère que dans le cas d'une zone intermédiaire des fondamentaux. En effet, les attaques spéculatives auto-réalisatrices dans ce cas, sont déterminées par une crise dans un autre pays cumulée à une dégradation sous-jacente des fondamentaux. Cela montre l'imbrication de ces deux facteurs comme étant des déterminants des crises financières récentes notamment des crises de change. De plus, la modélisation avec clause de sortie montre également la diversité des sources de propagation. A côté de la contagion, nous pouvons avoir une transmission engendrée par de l'interdépendance commerciale. D'autres modélisations montrent que la contagion s'opère à travers de l'interdépendance financière représentée par la diversification des portefeuilles des investisseurs internationaux. Ces facteurs s'imposent dès lors dans l'étude du processus de contagion.

Dans ce qui suit, une explication des différentes conceptions de la contagion sera effectuée ainsi qu'une analyse sur les différents types de contagion où sont présentés la contagion fondamentale qui s'opère à travers les interdépendances commerciales et financières et la contagion pure qui est définie comme un phénomène incluant les changements dans les anticipations du marché.

[34] MASSON Paul, op. cit., 1999, p. 601.
[35] Voir la section (2) qui suit pour une explication de l'expression « choc commun ».
[36] MASSON Paul, op. cit., 1999, p. 603.

Section 2: La contagion : Identification et analyse

La globalisation et l'intégration des marchés financiers ont induit un contexte d'interdépendance entre économies où l'instabilité qui en résulte est mise en avant afin d'expliquer l'occurrence de crises financières. Il existe des économies qui sont renversées par des crises financières dont les causes leur sont totalement extérieures. Cette propagation des chocs d'une économie à l'autre est connue dans la littérature économique sous le vocable de « contagion », qualifiée ainsi par le FMI dans les années 1990.

De manière générale, la contagion fait référence à l'extension des perturbations des marchés financiers d'un pays vers les marchés financiers d'autres pays. Plus précisément, on oppose traditionnellement la contagion fondamentale, induite par les interdépendances réelles et financières entre pays (Kaminsky et Reinhart, 1999)[37] à la contagion pure (psychologique) qui met en jeu le comportement des investisseurs (Masson, 1998)[38].

Le but de cette section est d'identifier théoriquement la contagion des crises financières internationales à l'instar des travaux récents sur la question. Nous présentons et discutons dès lors, dans un premier temps, les différentes conceptions de la contagion développées dans la littérature. Dans un second temps, nous présentons les principales formes de la contagion identifiées et nous passerons en revue également la littérature empirique de la contagion qui s'opère à travers les mécanismes par lesquels elle se transmet. Et enfin, nous évoquerons les facteurs qui rendent les pays vulnérables aux effets de contagion dans un contexte d'interdépendances économique et financière.

1. Les principales conceptions de la contagion dans la littérature (définition)

L'existence de crises financières simultanées dans le monde amène à s'interroger sur la présence d'un phénomène de contagion. Mais une telle simultanéité n'est pas suffisante pour prouver l'existence de ce phénomène. En effet, il convient de définir la notion de contagion qui, en dépit d'études nombreuses et poussées, reste un phénomène complexe à identifier.
Afin de concevoir théoriquement la contagion, nous nous proposons de passer en revue les différentes conceptions de la contagion utilisées dans la littérature de la contagion puisque cette dernière n'est pas unanime sur une définition unique du phénomène de contagion.

Les travaux empiriques nous livrent plusieurs définitions de la contagion qui s'efforcent de cerner quantitativement ce processus. La définition la plus utilisée est celle d'Eichengreen

[37] KAMINSKY et REINHART in MARAIS Elise : « Chocs communs, interdépendance et contagion lors de la crise asiatique », 2004, p. 2. Tiré du site web : www.defi-univ.org/IMG/pdf/0420.pdf. Date de consultation le : 16/03/2014.
[38] MASSON Paul, op. cit., 1998, p. 3.

et al. (1996)[39] : « La contagion est une augmentation significative dans la probabilité d'une crise dans un pays, conditionnellement à la réalisation d'une crise dans un autre pays ». En effet, cette définition est souvent adoptée dans les travaux empiriques notamment dans ceux qui modélisent la réalisation d'une crise par l'effondrement du taux de change. Elle explique le fait que les crises de taux de change tendent à impliquer un large ensemble de pays, tandis que certains pays de l'ensemble peuvent éviter la dévaluation en dépit des fortes vagues de pression spéculative. Cependant, dans la pratique, cette définition exige un échantillon de pays dont la plupart ayant l'expérience de la crise.

Une autre définition est également souvent utilisée : « La contagion se réalise quand la volatilité se propage du marché financier du pays en crise, vers les autres marchés financiers d'autres pays »[40]. En fait, l'analyse des faits stylisés des marchés financiers internationaux montre que la volatilité des prix des actifs financiers augmente toujours durant les périodes de turbulences financières. Ainsi, cette définition exploite l'augmentation de la volatilité afin d'identifier la crise. Sur cette base, la contagion peut être mesurée comme la propagation de cette volatilité d'un marché à un autre, ce qui est considéré comme une propagation de l'incertitude des marchés financiers internationaux.

Dans le même ordre d'idées, une autre définition est donnée: « La contagion est une augmentation significative dans les co-mouvements des prix et des quantités des actifs financiers entre les marchés, conditionnellement à une réalisation d'une crise dans un marché ou un groupe de marchés »[41]. Cette définition est très pratique vu sa dimension quantitative représentée par le terme « augmentation significative ». En effet, elle donne la notion de la contagion en tant que « co-mouvements excessifs », par rapport à une certaine norme. Il est important de faire une distinction entre les co-mouvements normaux dus à l'interdépendance simple et les co-mouvements excessifs dans les prix et les quantités dues à une certaine coupure structurale dans les données.

Ces définitions discutées ci-dessus, traitent le processus de la contagion dans un sens très général et très vaste ne permettant pas de la délimiter temporellement de manière précise. En effet, dans ces trois définitions, la contagion peut prendre place dans les deux périodes à savoir la période de tranquillité et la période des crises.

---

[39] EICHENGREEN Barry, ROSE Andrew, WYPLOSZ Charles: « Contagious currency crises », National bureau of economic research, Working Paper Series, 1996, p. 19.

[40] KHALLOULI Wajih: « La contagion des crises financières internationales : essais empiriques d'identification dans le cas de la crise asiatique », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, 2007, p. 101.

[41] HAÏTHEM Marzouki: « Contagion : définitions et méthodes de détections », 2003, p. 6. Tiré du site web : www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/contagion.pdf .Date de consultation le : 16/03/2014.

Dès lors, d'autres définitions ont été utilisées dans un cadre plus restrictif, à l'instar de celle donnée par Forbes et Rigobon (2001), parmi les pionniers dans l'analyse de la contagion, ils définissent celle-ci comme : « Une augmentation significative dans les liens entre les marchés après un choc. Liens qui peuvent être mesurés par plusieurs statistiques : la corrélation des rendements des actifs, la probabilité d'une attaque spéculative, ainsi que la transmission des chocs ou de volatilité »[42]. Cette définition implique que si deux marchés sont fortement corrélés après un choc, ce n'est pas nécessairement de la contagion. Il y a seulement de la contagion si la corrélation entre les deux marchés augmente de manière significative[43].
Cette définition de la contagion de Forbes et Rigobon, est la plus utile dans le contexte empirique puisqu'il est très facile de la transformer en un simple test d'existence de la contagion simplement en testant la significativité statistique du changement dans les liens entre les marchés après le choc.
De plus, ces deux auteurs sont allés plus loin pour expliquer comment les chocs se transmettent-ils entre les marchés ? Ils distinguent deux théories qui permettent de fournir les explications suivantes[44] :

- D'une part, la propagation non contagieuse qui s'inscrit dans le cadre d'analyse de la « théorie non-contingente aux crises », caractérisée par la stabilité des mécanismes de transmission et des liens entre les marchés. Cette stabilité des mécanismes et des liens serait révélatrice d'un phénomène de transmission qui ne s'apparente pas à de la contagion.

  Dans ce type de travaux relatifs aux théories non contingentes aux crises, les mécanismes de transmission des crises après un choc initial ne sont pas différents de ceux qui prévalent avant la crise (les mécanismes de transmission sont les mêmes au cours d'une crise). Les liens entre marchés sont élevés quel que soit l'état de la nature. Ces liens élevés témoignent de la continuité de l'interdépendance entre économies de marché intégrées économiquement et financièrement, et la globalisation financière mais aussi commerciale jouant à ce titre un rôle majeur.
- D'autre part, il y a « la théorie contingente aux crises » qui précise que la contagion est issue d'un changement intervenu après le choc dans les mécanismes de propagation. Dans ce cadre d'analyse, le mécanisme de transmission durant la crise est fondamentalement différent de celui qui prévalait avant la crise. Cette dernière

[42] FORBES Kristin et RIGOBON Roberto: « Measuring contagion: conceptual and empirical issues », 2001, p.46. Tiré du site web: web.mit.edu/~kjforbes/www/ Measuring Contagion. Date de consultation le: 16/03/2014.
[43] Idem, 2001, p. 47.
[44] Idem, 2001, p. 47.

provoque un changement structurel de telle sorte que les chocs se propagent par l'intermédiaire d'un canal qui n'existe pas durant les périodes de stabilité financière.

Ainsi, la question majeure en matière de contagion est de savoir si les liens entre marchés sont modifiés durant les crises ou s'ils reflètent une interdépendance normale entre les marchés.

Par ailleurs, une autre définition complémentaire à celles données, a été récemment utilisée afin de mieux caractériser le phénomène de contagion : « La contagion se réalise quand les co-mouvements ne sont pas expliqués par les fondamentaux »[45]. Cette définition est considérée comme un support pour les travaux empiriques par le fait qu'il existe des crises qui ne sont pas expliquées par les liens réels ou financiers entre les économies. En effet, l'augmentation significative des liens entre les marchés financiers implique la génération de nouveaux canaux de transmission durant la période de crise indépendamment des fondamentaux, ce qui implique la présence de la contagion. Néanmoins, l'état des fondamentaux peut expliquer pourquoi certains pays sont vulnérables aux crises alors que d'autres ne le sont pas. Par exemple, si la contagion se propage par l'intermédiaire des crises de liquidité, alors un niveau bas des réserves de change par rapport aux engagements de court terme libellés en devise étrangère met un pays en danger.

Outre ces définitions, nous intégrons également à l'analyse de la contagion deux facteurs: l'interdépendance et les fondamentaux ainsi que la psychologie des investisseurs, qui ont été identifiés dans la littérature comme les deux principales formes de la contagion.

2. Les formes de la contagion

La littérature théorique identifie deux principales formes de contagion : une contagion manifestée en présence des liens économiques et financiers entre pays, qualifiée par Kaminsky et Reinhart (2000)[46] de « contagion fondamentale » et une contagion psychologique marquée par l'absence de liens économiques entre pays, connue sous le vocable de « contagion pure » selon Masson (1998)[47] ou « shift contagion » selon Forbes et Rigobon (2000)[48]. Cette dernière forme de contagion met en évidence le fait que la transmission d'une crise peut être liée davantage au comportement des investisseurs qu'à l'évolution des fondamentaux macroéconomiques.

[45] HAÏTHEM Marzouki, op. cit., 2003, p. 5.
[46] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen, op. cit., 2000, p. 150.
[47] MASSON Paul, op. cit., September 1998, p. 5.
[48] FORBES Kristin et RIGOBON Roberto, op. cit., September 2000, p. 13.

2.1. La contagion fondamentale

Dans un premier temps, il convient d'identifier la contagion tout en intégrant le rôle des fondamentaux dans un système interdépendant. L'interdépendance implique que les chocs, qu'ils soient globaux ou locaux, se propagent à travers des liens réels ou financiers et affectent les fondamentaux des pays. C'est pourquoi ce mécanisme a été dénommé par Kaminsky et Reinhart (2000)[49] de « contagion basée sur les fondamentaux » (fundamentals-based contagion).

Paradoxalement, en se basant sur la définition utilisée par Forbes et Rigobon (2002)[50] dans leurs travaux, la contagion basée sur des fondamentaux n'est pas considérée comme une contagion financière car ces formes de co-mouvement étant liées à une interdépendance existante avant l'apparition de choc, on peut donc estimer qu'il ne s'agit pas d'une vraie contagion. Le plus souvent, cette propagation est plutôt interprétée comme le résultat d'interdépendances et que les chocs sont propagés via des liens réels et financiers stables entre les pays.

L'interdépendance engendrée par ces liens réels et financiers, produit alors une détérioration permanente des fondamentaux des pays affectés durant même la période de stabilité.

A titre d'exemple, dans le cas de la crise asiatique, il n'était pas surprenant que la crise thaïlandaise se soit propagée vers d'autres pays. Situés géographiquement dans la même région, les pays affectés partageaient de nombreuses similarités structurelles et entretiennent d'importants liens commerciaux et financiers. Ces économies étaient donc fortement intriquées, aussi bien durant la période de stabilité, que durant les périodes de crise.

Les canaux commerciaux ou financiers sont des vecteurs « normaux » de propagation des chocs, présents avant les crises, qui traduisent les effets de report des agents financiers sur d'autres économies après la crise dans le pays subissant le choc[51].

Ainsi, la transmission de la crise d'un pays à un autre tendrait à s'opérer par l'effet d'interdépendance, c'est-à-dire selon des mécanismes qui ne dépendent pas des caractéristiques fondamentales des économies affectées. En somme, dans les pays affectés par ce type de contagion, ce n'est pas la vulnérabilité de l'économie qui provoquerait la crise mais c'est la transmission de la crise qui dégraderait les fondamentaux des pays contaminés.

---

[49] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen, op. cit., 2000, p. 150.
[50] FORBES Kristin et RIGOBON Roberto: « No contagion, only interdependance : measuring stock market comovements », The Journal of finance, Vol. LVII, N°5, October 2002, p. 2224.
[51] MASSON Paul, op. cit., 1999, p. 601.

Un choc dans un pays (ou un groupe de pays) peut affecter les fondamentaux d'autres pays à travers un certain nombre de liens économiques, tels que des liens réels (commerciaux) et financiers :

2.1.1. Les liens réels (commerciaux)

Sont les liens économiques fondamentaux entre les pays. Ces liens sont généralement représentés par le commerce international. En effet, les liens commerciaux constituent la manière la plus évidente avec laquelle un choc peut se propager entre pays. Ces liens et leur effet sur la transmission internationale des crises ont été largement étudiés dans la littérature théorique et empirique, à l'instar de Gerlach et Smets[52] qui ont montré la supériorité des explications de la contagion basée sur les interdépendances commerciales sur celles basées sur les similitudes macro-économiques des pays concernés. Il s'agit en fait du lien commercial entre deux pays du fait qu'ils sont en concurrence sur un marché tiers. Ces auteurs supposent qu'une crise de change dans un pays peut affecter négativement tous les partenaires commerciaux. Une dépréciation réelle (une dévaluation du taux de change) dans le pays en crise réduit les prix d'importation dans le second pays. Cela a aussi pour effet d'accroître les importations et contracter les exportations dans ce dernier pays. Il s'en suit une diminution de la demande de monnaie domestique et une augmentation de la demande de devise du pays partenaire qui se voit alors confronté à une fuite de ses réserves de change pouvant conduire à des tensions. Il peut alors en résulter une crise de change.
De plus, l'effondrement du taux de change peut aussi s'accompagner d'une compression des importations du pays en crise. Cela va provoquer, donc, un effet revenu « négatif » dans les pays partenaires occasionné par la contraction des débouchés vers le pays en crise. D'où un déficit commercial et une perte de réserve dans les pays voisins qui peuvent être à l'origine du déclenchement d'attaques spéculatives dans ces pays[53].

Cependant, il convient de souligner que cette étude présente quelques limites du fait que cette explication de la propagation de la crise suite à des externalités par les liens commerciaux bilatéraux ne peut pas être une explication générale. L'effet en serait de toute façon limité lorsque le volume des échanges bilatéraux est modeste et dans la mesure où le

[52] GERLACH et SMETS in MARAIS Elise, op. cit., 2004, p. 2.
[53] GERLACH Stefan et SMETS Frank: « Contagious speculative attacks », Bank for international settlements, Monetary and Economic Department, Working Paper N° 22, September 1994, p. 11.

commerce du pays en crise ne représente qu'une faible part de leur commerce total (Drazen, 1999)[54].

Cet engrenage de la contagion commerciale est un mécanisme traditionnel bien connu de transmission des difficultés économiques à l'œuvre dans la plupart des crises anciennes mais aussi nouvelles. Mais, ce mécanisme commercial ne peut pas expliquer à lui seul la transmission des chocs et sa rapidité qui caractérise les crises contemporaines. En effet, comme le font remarquer Kaminsky et Reinhart (2000)[55], des pays qui ont des liens commerciaux ont également de fortes connexions par l'intermédiaire d'accords financiers pour faciliter ces échanges de biens et de services. Ainsi, la littérature récente sur la contagion met en évidence le rôle des interdépendances financières dans la transmission des chocs entre pays.

2.1.2. Les liens financiers

Vu l'importante de l'intégration financière qu'a connu le monde principalement durant les décennies 1980-1990, les liens financiers peuvent être aussi considérés comme un autre canal de propagation des crises.

En s'inspirant des travaux qui ont essayé de se focaliser sur le mécanisme des liens financiers afin d'expliquer la propagation de la crise, certains montrent en particulier qu'un choc global de liquidité affecte simultanément les fondamentaux de plusieurs pays et incite les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles. Valdès (1997)[56] est le premier qui a traité ce type de choc. Il a développé un modèle dans lequel une crise dans un pays peut réduire la liquidité chez les participants au marché financier, ce qui les forcent à recomposer leurs portefeuilles.

En fait, les investisseurs qui ont pris des positions sur un marché financier, cherchent généralement à compenser l'augmentation de leur exposition au risque. Cette compensation se fait par la vente des actifs dont le rendement est très variable et corrélé positivement au rendement des actifs du pays en crise. Ces investisseurs peuvent aussi être amenés à céder des actifs liquides pour d'autres motifs. Par exemple, pour mobiliser immédiatement de la liquidité, les investisseurs vendent des actifs dans d'autres pays afin de continuer à opérer dans le marché ou de satisfaire des appels de marges. Certains pays risquent donc de subir une fuite de capitaux sans rapport avec leurs données économiques fondamentales, mais pour la

[54] DRAZEN in KHALLOULI Wajih, op. cit., 2007, p. 69.
[55] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen, op. cit., 2000, p. 149.
[56] VALDES in KHALLOULI Wajih, op. cit., 2007, p. 71.

simple raison que leurs actifs sont jugés plus risqués à cause d'une crise survenue dans le reste du monde, ou tout simplement parce qu'ils sont plus liquides[57].

Dans ce même contexte, Valdès a essayé d'expliquer la contagion entre les pays d'Amérique latine. Pour ce faire, il a étudié le comportement des investisseurs qui ont besoin de liquidité et qui opèrent sur des marchés présentant des problèmes de liquidités. Il a démontré ainsi que la probabilité de la réalisation d'une crise dans un pays est négativement affectée par le degré de liquidité d'autres pays[58].

Une autre étude qui s'y est intéressée à ce type de contagion est celle de Goldfajn (1996)[59], qui considère également que l'interconnexion des systèmes bancaires nationaux confrontés au risque de liquidité peut constituer un autre canal de transmission du choc. En effet, un système bancaire qui est en situation d'illiquidité induit par des difficultés internes à son territoire (incapacité à se refinancer, augmentation des défaillances, pertes induites par un endettement en devises étrangères…etc.) peut se répercuter sur ses partenaires étrangers, car au regard de la configuration des institutions financières, celles-ci s'endettent et se prêtent entre elles sur les marchés financiers internationaux, et donc une défaillance d'une structure contamine tous les systèmes bancaires avec lesquels elle entretient des liens.

En outre, selon l'étude empirique de Kaminsky et Reinhart (2000)[60], un créditeur commun peut aussi jouer un rôle dans la transmission de la crise via l'interconnexion de plusieurs pays avec ce même prêteur pouvant affecter de manière simultanée les fondamentaux de ces pays. Ils mettent en évidence le rôle de l'effet de créancier bancaire commun dans la transmission des crises récentes, en particulier durant la crise asiatique. D'après ces deux auteurs, les pays sont également interdépendants s'ils empruntent auprès du même créditeur. En effet, un pays avec un haut degré d'interdépendance avec un créditeur majeur qui souffre des conséquences d'une crise dans un autre pays, se trouve face à une forte chance d'être contaminé. Par analogie au comportement des investisseurs internationaux, lorsqu'une crise éclate, les principaux créanciers des pays en crise réexaminent leurs investissements et se désengagent financièrement d'autres pays pour rééquilibrer leurs portefeuilles. Néanmoins, lorsque ces réajustements sont réalisés en excès par rapport aux situations fondamentales, on parle de contagion pure.

---

[57] KHALLOULI Wajih, op. cit., 2007, p. 55.
[58] Idem, 2007, p. 71.
[59] Goldfajn in KHALLOULI Wajih, AYADI Mohamed, BOUDHINA Riadh et SANDRETTO René: « La contagion de la crise asiatique: Dynamiques de court terme et de long terme ». Tiré du site web : halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/13/75/99/.../article_eco_inter.do.
[60] KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen, op. cit., 2000, p. 150.

Par ailleurs, Drazen (1999)[61] a présenté un modèle de contagion qui joue via les taux d'intérêt dans un système de change fixe asymétrique. C'est-à-dire dans une économie « centre » où la monnaie du centre est la devise de référence et d'ancrage des partenaires à sa périphérie. Des tensions sur le pays « centre » peuvent le conduire à faire varier son taux d'intérêt, impactant alors l'ancrage des pays périphériques. On peut citer comme exemple le dollar.

Si la contagion financière aide à expliquer la fréquence accrue des crises, celles-ci ne frappent pas au hasard pour autant. Elles sanctionnent plutôt les faiblesses des données économiques fondamentales, et notamment la fragilité de la position extérieure et les carences du système financier, y compris lorsqu'elles découlent de l'accumulation excessive d'engagements extérieurs à court terme.

Généralement, une dégradation des fondamentaux fragilise l'économie et induit son entrée dans une zone à risque au sein de laquelle une attaque spéculative peut intervenir, que l'on peut qualifier d'auto-réalisatrice dans la mesure où elle résulte non pas d'une modification des fondamentaux, mais plutôt d'un changement de comportement des opérateurs.

En se basant sur ce raisonnement, une crise est réputée être contagieuse non pas parce qu'elle serait indépendante des fondamentaux du pays, mais parce que les vulnérabilités sous-jacentes de celui-ci n'ont pas été perçues (ou perçues comme telles) par les agents.

Un autre canal de propagation proposé aussi dans la littérature de la contagion est celui de « l'effet de Mousson » (Monsoonal effect)[62], dit aussi « chocs communs ». Ce genre de chocs peut être représenté par un changement de la demande globale, des chocs exogènes de liquidité, un changement du taux d'intérêt étranger ou des sentiments des investisseurs ainsi que de leur degré d'aversion au risque.

2.1.3. L'effet de Mousson

L' « effet de Mousson » désigne les circonstances où plusieurs économies sont affectées par un choc commun ou exposées à des éléments de vulnérabilité domestique similaires. Des pays subissent des crises simultanées en raison d'un choc commun, qui peut être aléatoire, provoquant généralement un retrait de fonds et affectant de façon similaire un ensemble de pays, sans qu'il y ait de premier pays touché.

[61] DRAZEN Allan: « Political contagion in currency crises », National bureau of economic research, Working Paper Series, July 1999, p. 11.
[62] MASSON Paul, op. cit., September 1998, p. 2.

Ce genre de chocs peut être représenté par un changement de la demande globale, un changement du taux d'intérêt étranger, des chocs exogènes de liquidité, ou des sentiments des investisseurs ainsi que de leur degré d'aversion au risque.

Pour les marchés émergents, il s'agit généralement d'un événement qui trouve son origine sur les marchés des économies développées, ainsi :

- la hausse des taux d'intérêt américains est souvent citée parmi les facteurs déclenchant de la crise de la dette du début des années quatre-vingt, ou comme une source lointaine de la crise mexicaine de 1995 ;
- la hausse du dollar/yen a pu jouer un rôle décisif dans la remise en cause des ancrages de change de l'Asie du Sud-est pour des économies qui avaient jusque-là bénéficié de gains de compétitivité en s'ancrant au dollar[63] ;
- Toutefois, l'événement peut aussi être un choc réel, comme la chute des prix de l'énergie qui, précipitée et entretenue par la crise asiatique, a constitué un choc commun pour de nombreuses économies émergentes productrices de pétrole ou de gaz (Russie, Mexique).

2.2. La contagion pure

La contagion pure ou psychologique traduit le résultat du comportement des investisseurs. Cette forme de contagion implique la propagation d'une crise financière ne provenant pas de changements observés dans les fondamentaux macroéconomiques mais résultant uniquement du comportement des investisseurs et autres agents financiers.

Ce type de contagion est causé par des phénomènes dits « irrationnels » tels que la panique, la perte de confiance, une augmentation de l'aversion au risque ou un comportement grégaire[64].

Motivés par l'absence de preuve que les fondamentaux économiques d'un pays soient toujours à l'origine de la contagion financière, les chercheurs ont donc essayé de trouver d'autres explications en modélisant la psychologie des investisseurs. Ils ont étudié différents canaux à travers lesquels les chocs sont transmis aux marchés financiers à cause du comportement des investisseurs.

Suivant la littérature, on peut distinguer plusieurs canaux de transmission des chocs relatifs à la contagion pure : l'existence d'équilibres multiples qui peut impliquer des comportements contagieux, le rôle des asymétries d'information et enfin les modèles de (wake-up call) qui

[63] La hausse de la monnaie américaine par rapport au yen à partir de 1994 a contribué à dégrader la balance des opérations courantes de certains pays d'Amérique latine (même si l'appréciation du dollar ne suffit pas à expliquer le ralentissement des exportations).

[64] MASSON Paul, op. cit., September 1998, p. 4.

expliquent qu'une crise dans le reste du monde n'est qu'un signal d'alarme qui incite les marchés financiers à réexaminer les données fondamentales d'autres pays.

2.2.1. Equilibres multiples

Dans le cadre de la contagion pure, le mécanisme de multiplicité des équilibres se produit lorsque la réalisation voire simplement l'anticipation d'une crise dans un pays déclenche la crise dans un autre pays et ce indépendamment d'un changement effectif ou futur des fondamentaux.

Si un choc passe d'un pays à un autre, il fait passer un pays quelconque d'un bon équilibre à un mauvais équilibre. Ce passage d'un bon à un mauvais équilibre et la transmission de la crise à d'autres pays se fait par l'intermédiaire d'une modification des anticipations des investisseurs et non par l'existence de liens réels (Masson, 1998)[65].

En fait, dans un environnement incertain, une crise dans un pays incite les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles en se retirant d'un autre marché dont les actifs sont libellés en une monnaie positivement corrélée avec la monnaie du pays originaire de la crise. Cela se traduit par une augmentation de la prime du risque qui figure dans la fonction de rendement des actifs de ce marché, ce qui déclenche un effet de contagion.

Dans le même contexte, Goldestein et Pauzner (2004)[66] montrent qu'un groupe des investisseurs qui investissent dans deux pays différents dont les fondamentaux sont indépendants, peut provoquer de la contagion entre ces deux pays : la réalisation d'une crise dans un pays réduit le bien être des investisseurs et les rend plus averses au risque, ce qui réduit la motivation d'investir dans le deuxième pays puisque cela expose à un risque stratégique associé à l'ignorance du comportement des autres agents. En effet, si les investisseurs ne se coordonnent pas, nous nous retrouvons dans un jeu à information incomplète. Dès lors, une coordination vers le mauvais équilibre peut se réaliser, ce qui augmente la probabilité de l'occurrence d'une crise dans ce deuxième pays. Il y a donc contagion lorsqu'un pays en crise pousse d'autres pays d'un bon équilibre à un mauvais équilibre.

---

65 MASSON Paul, op. cit., September 1998, p. 13.

66 GOLDESTEIN Itay et PAUZNER Ady: « Contagion of self-fulfilling financial crises due to diversification of investment portfolios », Journal of economic theory, 2004, p. 158.

Généralement, le mauvais équilibre[67] peut se caractériser par une dévaluation (crise de change), une chute du prix des actifs financiers, des sorties de capitaux ou un défaut sur la dette. Les équilibres multiples sont obtenus entièrement à travers le comportement spéculatif du marché et ne dépendent pas de la réaction du gouvernement face au comportement du marché.

Par ailleurs, le cadre analytique de la contagion pure prend également en compte les phénomènes d'asymétries d'information et de comportement mimétique qui peuvent provoquer une transmission des chocs entre pays tout en amplifiant les mouvements de prix et les retraits d'actifs financiers. On retrouve donc la notion de co-mouvements excessifs caractérisant la contagion pure.

2.2.2. Asymétries d'information et mimétisme

King et Wadhwani (1990)[68] ont étudié l'importance des asymétries d'information dans la transmission des crises à l'aide d'un modèle dans lequel des agents rationnels disposent d'une information imparfaite. Ils montrent que dans un contexte d'information asymétrique, un choc idiosyncratique (spécifique) à un pays peut avoir des effets sur d'autres marchés à cause de la tentative des agents de déduire de l'information des variations de prix. De plus, Calvo et Mendoza (2000)[69] rajoutent qu'avec les coûts liés à la collecte et au traitement de l'information, la plupart des petits investisseurs ne peuvent pas se permettre de collecter individuellement les informations spécifiques à chaque pays. Ces investisseurs individuels qui sont peu informés ont intérêt à suivre les actions des agents informés plutôt que de payer pour obtenir l'information. Pour prendre leurs décisions d'investissement, les agents peu informés vont négliger leurs propres informations et s'inspirer des actions des agents informés. D'après ces auteurs, dans le cas d'une crise, cette uniformisation des actions des investisseurs conduit à des ventes massives et généralisées d'actifs, car les agents non informés ne peuvent faire la différence entre un choc de liquidité et un signal identifiant une dégradation des fondamentaux des pays concernés par les ventes d'actifs. Ainsi, ce phénomène de mimétisme

---

[67] Théoriquement, on distingue trois types d'équilibre selon le degré d'aversion pour le risque de l'investisseur : un équilibre de non crise dans lequel la crise n'est pas transmise puisque les investisseurs ne sont pas averses au risque. Un équilibre de crise dans lequel la contagion est inévitable si les investisseurs sont fortement averses au risque. Enfin, pour une frange intermédiaire du degré d'aversion, l'économie est en équilibre dans lequel une crise est contagieuse seulement si les fondamentaux sont fragiles.

[68] KING et WADHWANI in MARAIS Elise: « Mécanismes de propagation régionale de la crise boursière asiatique », 2004, p. 17. Tiré du site web : region-developpement.univ tln.fr/en/pdf/R26/Marais.pdfDate . de consultation le : 16/03/2014.

[69] CALVO et MENDOZA in MARAIS Elise, op. cit., 2004, p. 17.

résultant d'une mauvaise interprétation des actions des agents informés conduit à une amplification des retraits de capitaux du pays en crise.

En outre, sans information contraire, une crise financière dans un pays peut conduire les investisseurs à croire que d'autres pays sont confrontés aux mêmes problèmes. Ce canal de transmission suppose que les investisseurs ne soient pas pleinement informés des vraies conditions macroéconomiques de chaque pays. Ils prennent donc leurs décisions sur la base d'indicateurs connus, incluant ceux d'autres pays, lesquels peuvent ou non refléter le véritable état de vulnérabilité des pays. Ils peuvent également prendre des décisions basées sur les actions d'autres investisseurs (qu'ils croient mieux informés ou qui agissent avant eux).

Ainsi, face à cette asymétrie d'information, chaque opérateur se trouve obligé d'adopter un comportement aveugle (comportement moutonnier) en s'alignant sur les croyances des autres, ce qui permet de focaliser les anticipations sur l'équilibre avec attaque.
En fait, l'augmentation de ces comportements peut être justifiée par deux éléments. D'une part, plus le nombre de pays où des investissements peuvent être réalisés augmente (processus de libéralisation financière), plus la collecte et le traitement de l'information sont coûteux. D'autre part, il est devenu plus difficile d'établir sa réputation dans un milieu où les investisseurs sont de plus en plus hétérogènes. Etant donné ce coût, il est souvent plus judicieux pour un investisseur de suivre la tendance plutôt que de prendre ses propres décisions et de risquer d'être discrédité.
En toute logique, cette explication pourrait refléter le mécanisme de la coordination, face à une crise ailleurs, qui mène à la contagion pure.

Outre le rôle joué par l'asymétrie d'information dans le mécanisme de la polarisation des anticipations sur le mauvais équilibre, ceci peut être également expliqué par les nouvelles informations apportées par une crise dans le reste du monde constituant un signal d'alarme qui pousse les investisseurs à revoir leurs décisions stratégiques d'investissement. Ce phénomène est théorisé sous le vocable de « wake-up call », et connu également par l'expression de « changement de coordination des investisseurs ».

2.2.3. Changement de coordination des investisseurs

Dans une étude élaborée par Khallouli (2007)[70], il explique la question de la coordination des acteurs notamment dans le contexte de la contagion pure qui a été soulevée par Goldestein (1998)[71] en élaborant l'hypothèse de « wake-up call » à travers laquelle il explique que le déclenchement d'une crise dans un pays ne constitue qu'un signal d'alarme poussant, dans ce cas, les investisseurs à rationaliser leurs nouvelles croyances sur les fondamentaux des autres pays, ce qui facilite leur contamination.

En effet, cette crise provoque une prise de conscience soudaine et unanime de la mauvaise santé des fondamentaux des autres pays. Par la suite, les pays dont les fondamentaux sont médiocres risquent de subir des effets de contagion dus à un changement d'opinion du marché. Même dans le cas où les investisseurs ne sont pas en mesure de déterminer les causes de la première crise (c'est-à-dire crise par les fondamentaux ou crise par le mimétisme), leur coordination se fait mimétiquement, ce qui entraîne la contagion.

La crise asiatique fournit une illustration très plausible de cette hypothèse de Goldestein. A la veille de la crise, les investisseurs ne pensaient qu'au miracle asiatique. Toutefois, la crise en Thaïlande a été un signal d'alarme qui les a conduit à prendre conscience des faiblesses des systèmes bancaires et marchés financiers du reste des pays de la région comme l'Indonésie, la Corée et la Malaise.

Et récemment avec la crise grecque déclenchée fin 2010, qui a conduit les investisseurs à modifier leur perception quant à la soutenabilité des finances publiques des autres pays membres de la zone euro. Ils ont commencé à douter de la solvabilité de certains de ses États. Cette crise a également eu pour conséquence de changer l'opinion des investisseurs quant à la dette souveraine qui n'est plus considérée, dans ces pays, comme un actif financier exempt de tous risques.

Dans le prolongement de l'hypothèse de Goldestein (1998), certains auteurs ont abordé la question de la similarité des fondamentaux et son rôle dans la vulnérabilité pour la contagion. Il a démontré que la similarité, en termes de fondamentaux, avec le pays originaire de la crise rend le pays beaucoup plus vulnérable aux changements dans les anticipations. En d'autres termes, une crise dans un pays peut servir de signal d'alarme pour les investisseurs qui se concentrent sur les faiblesses macroéconomiques communes et similaires entre ce pays originaire et les autres pays. Ce comportement permet désormais de discriminer les pays qui sont les plus vulnérables. Nous relevons ainsi un mécanisme qui pourrait expliquer la

[70] KHALLOULI Wajih, op. cit., 2007, p. 53.
[71] GOLDESTEIN in KHALLOULI Wajih, op. cit., 2007, p. 53.

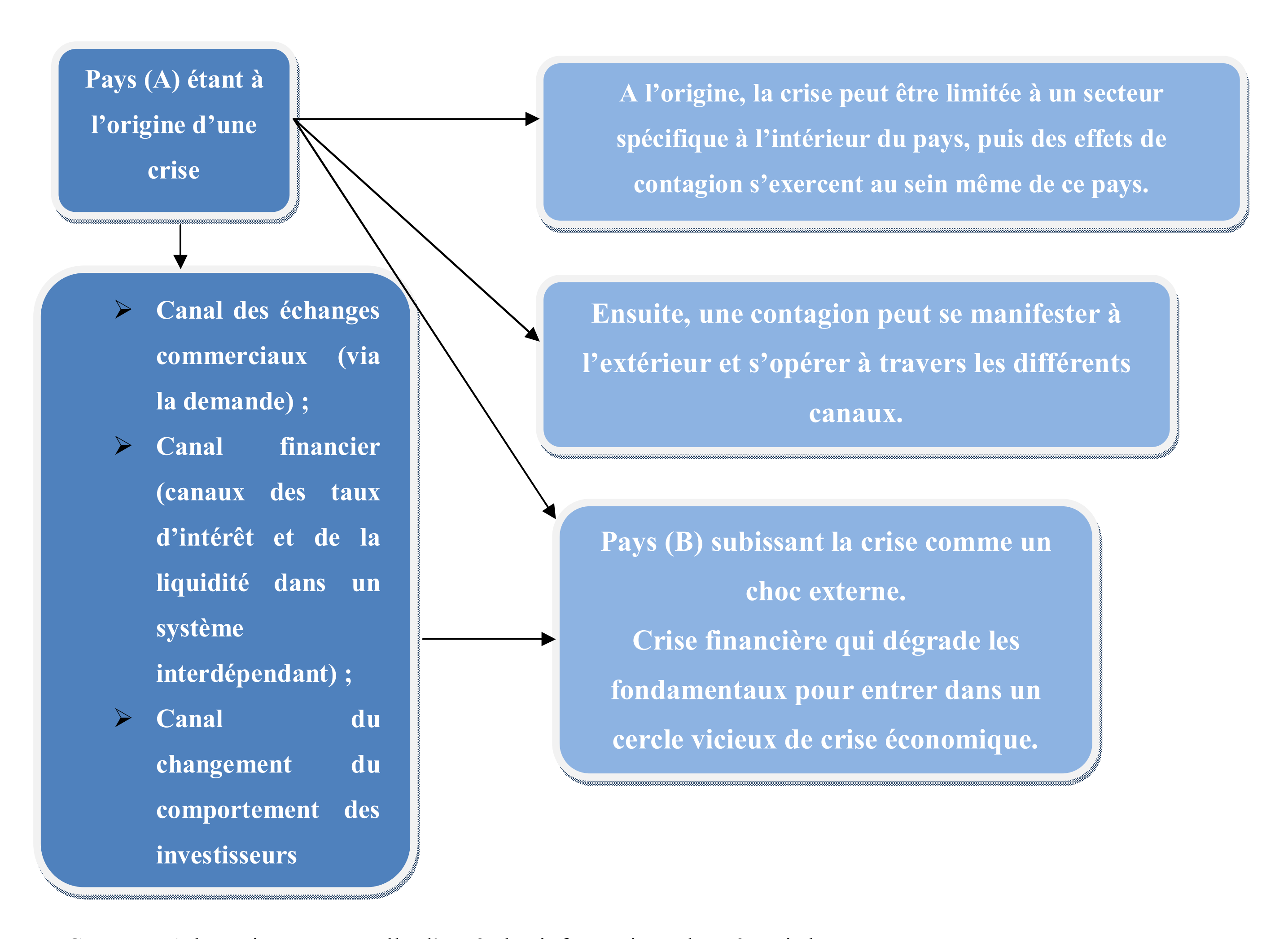
coordination des investisseurs dans le cas d'une crise dans le reste du monde. Ainsi, La probabilité d'une crise dépend des croyances des investisseurs qui sont désormais véhiculées par les fondamentaux.

Cependant, pour d'autres chercheurs la similarité des fondamentaux ne constitue pas une explication convaincante de la contagion pure, dans le sens où certains pays contaminés présentent des fondamentaux sains.

En conclusion, cette revue des principaux travaux qui expliquent la contagion pure, montre que sous l'hypothèse de rationalité des investisseurs, nous ne pouvons pas omettre le rôle des fondamentaux dans le mécanisme de la contagion. Aussi bien qu'avec une explication à partir des modèles de « Wake-up-call » qu'avec une explication du rôle d'asymétrie d'information, la contagion pure s'opère nécessairement avec une dégradation même minime et sous-jacente des fondamentaux. Nous notons également le rôle de l'interdépendance. Les liens commerciaux et financiers sont un facteur essentiel dans la transmission de la crise et une caractéristique de la vraie contagion.

La figure n°5 ci-après résume et illustre les différents facteurs de contagion expliqués plus haut.

Figure n°5 : Représentation d'une contagion internationale à travers les différents canaux et son impact dans la dégradation des fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers :



Source : Adaptation personnelle d'après les informations données ci-dessus.

Par ailleurs, il convient de souligner que ces effets de contagion prennent pour explication une vulnérabilité apparente justifiant la déstabilisation d'une économie. Si la contagion financière aide à expliquer la fréquence accrue des crises, celles-ci ne frappent pas au hasard pour autant. Elles sanctionnent plutôt les faiblesses des données économiques fondamentales, et notamment la fragilité de la position extérieure et les carences du système financier, y compris lorsqu'elles découlent de l'accumulation excessive d'engagements extérieurs à court terme (FMI, 1999)[72].

[72] Perspectives de l'économie mondiale, FMI, 1999, p.80. Tiré du site web: books.google.fr/books?isbn=1557758107. Date de consultation le : 22/03/2014.

3. Caractéristiques des pays vulnérables à la contagion

La notion de « contagion financière » est indissociable de la notion « d'indicateurs de vulnérabilité ». Une analyse des effets de la contagion passe nécessairement par une compréhension des vulnérabilités potentielles des économies pouvant justifier et amplifier un effet de contagion. Nous abordons dans ce qui suit, les caractéristiques des pays vulnérables à la contagion et de leurs implications en termes de canaux de contagion du point de vue de la théorie.

En se référant à une étude du FMI (1999), celle-ci a analysé le comportement moyen d'une gamme de variables macroéconomiques, commerciales et financières au cours des quatre grandes crises financières des années 1990, dans les pays où le marché des changes a été soumis à des pressions et dans ceux qui y ont échappé.

Selon cette étude, les différences observées entre les pays en crise et ceux qui ont été épargnés font apparaître, pour certaines variables, des déséquilibres fondamentaux ou macroéconomiques qui pourraient avoir déclenché une crise en dehors de tout effet de contagion. Cependant, ces différences entre les données économiques fondamentales des pays en crise et de ceux qui ont été épargnés peuvent être considérées comme un indice de vulnérabilité à la contagion même si elles ne risquent pas de déboucher sur une crise lorsque l'environnement mondial n'est pas propice à la contagion. Ces différences de comportement moyen n'impliquent pas forcément l'existence d'un lien de causalité entre ces variables et le déclenchement de crises contagieuses, mais seulement une vulnérabilité possible. Les économies en crise présentent des caractéristiques économiques et financières sensiblement différentes de celles des autres économies.

Le résultat auquel a aboutit cette étude représente une liste de variables qui décrivent les vulnérabilités (tableau n°3 ci-dessous) amplifiant les effets de contagion. Il y est question d'indicateurs cohérents d'interdépendances économiques (ratio déficit des transactions courantes/PIB, croissance du PIB, taux de chômage, croissance implicite des marchés d'exportation après la crise), d'interdépendances financières (ratio dette extérieure à court terme/dette extérieure totale, ratio dette extérieure à court terme/réserves et créancier commun) mais aussi et surtout de la capacité à réguler les tensions propres au territoire (taux d'intérêt réel et croissance du crédit intérieur réel) et celles en confrontation avec les reste du monde (appréciation du taux de change effectif réel, ratio M2/réserves, appréciation implicite du taux de change réel après la crise).

Tableau n°3: Caractéristiques des pays vulnérables à la contagion

Déséquilibres macroéconomiques et financiers	
Déséquilibres extérieurs	**Déséquilibres intérieurs**
- Appréciation du taux de change réel. - Ralentissement de la croissance des marchés d'exportation. - Importance élevée du créancier commun pour le pays emprunteur. - Déficit du solde extérieur courant. - Ratio élevé de la dette extérieure à court terme/réserves.	- Faible croissance du PIB. - Fort taux de chômage. - Forte croissance du crédit intérieur réel. - Taux d'intérêt élevés. - M2/réserves internationales. - Inflation élevée. - Grave déficit budgétaire. - Dette publique élevée.

Source : Perspectives de l'économie mondiale, FMI, 1999, p. 81, 82, 83. Tiré du site web books.google.fr/books?isbn=1557758107. Date de consultation le : 22/03/2014.

En analysant les facteurs de risque et de vulnérabilité, il convient de garder à l'esprit que les chocs peuvent se transmettre rapidement d'un pays à l'autre par des circuits commerciaux et financiers, qui conduisent à une structure complexe d'interactions et d'effets de contagion. L'intégration croissante de l'économie mondiale et des marchés financiers au cours des trente dernières années accroît probablement ce risque de contagion qui facilite et accélère la transmission des chocs entre les marchés, ceci est démontré dans ce qui suit.

4. Intégration internationale et transmission des chocs

La mondialisation et la libéralisation des marchés financiers ont mis en lumière la fragilité potentielle des systèmes financiers en présence de chocs externes. En effet, les crises financières se propagent de manière contagieuse et modifient le degré d'interdépendance entre les économies qui se manifeste par le fait qu'un événement économique localisé dans un pays affecte les autres économies.

Durant les dernières décennies, les flux réels et financiers traversant les frontières des pays ont augmenté d'une façon continue et remarquable. Cette intégration croissante des

marchés a provoqué sans doute une forte interdépendance des économies qui se manifeste par le fait qu'un événement économique localisé dans un pays affecte les autres économies. Ce mouvement croissant d'intégration amplifie l'interdépendance des marchés, facilite et accélère la transmission des chocs entre les marchés.

Malgré que la littérature sur la transmission des chocs est peu abondante, et peu nombreux sont les travaux qui ont tenu compte du phénomène d'intégration internationale stimulant la transmission des effets de contagion. Nous proposons ici d'expliquer comment l'intégration économique et financière favorise l'interdépendance des marchés et facilite la transmission des chocs affectant parfois des pays sans pour autant témoigner d'une dégradation sous-jacente des fondamentaux, c'est-à-dire avec une situation économique saine ou qui ont des liens commerciaux et financiers limités avec le pays en crise, engendrant généralement des coûts économiques et sociaux considérables.

4.1. Intégration économique et amplification de la transmission des chocs

Comme on l'a vu précédemment le commerce international constitue une source d'interdépendance entraînant des effets de contagion. Avec la mondialisation, les échanges commerciaux ont connu un accroissement plus remarquable par rapport au PIB. Ceci permet de révéler qu'une partie de la production et de la croissance de chaque pays est dépendante de la demande mondiale. Les économies sont donc soumises à tout ce qui peut modifier les conditions d'offre et de demande, les volumes et les prix sur les marchés mondiaux. De ce fait, les chocs commerciaux dépendent des évolutions économiques conjoncturelles telles que l'accélération ou le ralentissement du taux de croissance, structurelles telles que l'évolution des coûts relatifs ainsi que les changements des conditions de la politique économique tels que la dévaluation et l'enlèvement des barrières aux échanges.

Ainsi, tous ces facteurs contribuent à affecter en cas de crise les pays ayant des relations avec l'extérieur et les effets de contagion s'intensifient avec des interdépendances fortes.

Par ailleurs, deux éléments peuvent expliquer la transmission des chocs via le canal commercial : l'ouverture et la spécialisation. Il est reconnu en effet que les petits pays sont notamment plus vulnérables aux chocs commerciaux étant donné qu'ils sont plus ouverts que les grands. C'est en fait, le libre échange entre les nations qui explique en grande partie la transmission des chocs. Quant à la spécialisation, qu'elle soit géographique (répartition des échanges par partenaire) ou sectorielle (répartition par type de produits), contribue également à transmettre les chocs entre les pays. Il est reconnu en effet que des échanges peu diversifiés

exposent davantage aux chocs qu'une spécialisation plus diffuse. Ainsi, la forte ouverture d'un pays donné sur une région donnée et la part relativement importante des échanges avec cette région ou un autre pays est une source de dépendance du pays en question envers la région ou le pays et constitue un canal important de transmission des chocs.

A titre d'exemple, les effets économiques négatifs subis par les pays émergents suite à la crise financière de 2007, constitue un exemple concret qui montre le rôle de l'interdépendance et l'intégration commerciale dans la transmission des chocs entre pays liés par les échanges commerciaux.

Outre le canal de l'ouverture et de la spécialisation dans la transmission des chocs commerciaux. Il existe éventuellement un canal supplémentaire constitué des échanges intra-firmes effectués entre les multinationales et leurs filiales. Bien évidemment, les chocs qui peuvent toucher les profits d'une filiale dans un pays peuvent alors modifier éventuellement la rentabilité de la société mère et se transmettre à l'ensemble de ses investissements.

4.2. Intégration financière et amplification de la transmission des chocs

La montée en puissance des liaisons financières qui résultent de l'intégration financière internationale a aussi amplifié la transmission des effets de contagion. Des transformations profondes sont intervenues dans ce domaine. En effet, il a été constaté au cours des deux dernières décennies une intégration croissante des marchés financiers locaux qui est devenue possible grâce à l'avènement de la dérégulation financière, la désintermédiation, le décloisonnement mais aussi de la nouvelle technologie de l'information et de la communication. De ce fait, il s'est apparu un marché mondial de capitaux unique où se rencontre un nombre croisant d'intervenants (emprunteurs souverains, entreprises multinationales, banques, intermédiaires financiers, investisseurs institutionnels…etc.) afin d'échanger une variété croissante d'instrument financiers.

Ce mouvement croissant d'intégration des marchés financiers a permis ainsi la mobilité des capitaux qui assure des arbitrages entre les différents actifs et tend également à réduire les écarts de taux longs. Et à terme, à mesure que les liaisons financières s'étofferont et que les investisseurs, grâce à la baisse des coûts d'information et de transaction, accèderont à une gamme plus vaste de possibilités d'investissement internationales et accroîtront leurs avoirs internationaux pour améliorer le rendement et la diversification de leurs portefeuilles, on peut s'attendre à ce que les éventuels effets de contagion deviennent plus importants et la transmission des chocs à travers les frontières par le biais de ces liaisons s'amplifie.

En effet, cette forte interdépendance constitue un support de transmission rapide des chocs étant donnés que les marchés financiers réagissent de façon synchrone et immédiate face aux différents événements. L'intégration financière peut, à cet égard, produire une interdépendance fondée sur la confiance et la psychologie des marchés, et c'est ainsi qu'une crise de confiance qui se déclenche sur un marché quelconque peut se propager rapidement aux autres marchés financiers provoquant une fuite massive de capitaux.

Cependant, la volatilité des flux de capitaux résultent généralement de la contagion suite à la perte de confiance des investisseurs en la valeur d'une monnaie nationale à titre d'exemple. Ceci se réalise suite à des évolutions indésirables dans d'autres pays et qui se manifeste par une sortie massive de capitaux. En effet les investisseurs internationaux tels que les banques d'affaires peuvent décider, en cas de survenance d'une crise dans un pays, de retirer leurs fonds dans les autres pays dans le but de couvrir les pertes dans les pays frappés par la crise et limiter l'exposition de leur portefeuille au risque et améliorer leurs positions sur le marché international.

Conclusion

Le second chapitre s'est intéressé au phénomène de contagion internationale des crises financières en essayant d'apporter des éclaircissements à travers, d'une part, les théories développées à ce propos qui permettent de comprendre globalement les mécanismes de déclenchement des crises financières et leur propagation entre les différents secteurs et au-delà les frontières, et d'autre part, l'identification de la contagion à travers les différentes conceptions de la contagion développées dans la littérature de la contagion et les différents mécanismes par lesquels elle s'opère, ainsi que les éléments amplifiant la transmission des effets de contagion.

Nous avons passé en revue dès lors les principaux travaux qui essayent d'expliciter les mécanismes d'une crise financière et de sa contagion. Le premier met l'accent sur les modèles expliquant la montée du risque puis l'instabilité financière sur les marchés du crédit. En particulier, dans cette lignée de travaux, le modèle de Fisher (1933) portant sur la dette par la déflation, l'hypothèse de fragilité financière de Minsky (1986) et l'approche de Guttentag et Herring (1986) relative à l'incertitude sur les marchés financiers, ont été développés pour expliquer les sources de l'instabilité financière. Ces modèles permettent d'expliquer le passage d'une situation de tranquillité à une situation de crise. La seconde catégorie de

théories perçues comme un prolongement des précédentes, se focalise sur la problématique des bulles spéculatives qui sont présentées à travers le modèle de Kindleberger (1978, 2004) distingue quatre phases dans le déclenchement de la crise financière et le modèle d'Allen et Gale (2000) qui montre que la formation d'une bulle spéculative peut être le résultat de divers problèmes. Et enfin, la dernière catégorie, s'intéresse à la contagion des crises financières qui peut-être expliquée à travers les théories d'anticipations auto-réalisatrices et celles liées aux modèles de clause de sortie.

En outre, ce chapitre à également essayer d'identifier et de caractériser théoriquement la contagion des crises financières. Toutefois, il est important de noter, que les économistes ne sont pas unanimes pour une définition unique de la contagion et ne sont pas parvenus à s'unifier sur un seul mécanisme bien déterminé de la contagion, notamment dans le contexte des récentes crises financières puisque le phénomène de contagion n'ait attiré l'intérêt des économistes qu' avec les crises des pays émergents des années 1990.

Ainsi plusieurs facteurs dits de « contagion » ont été identifiés. Le premier est lié aux interdépendances entre pays. Des pays sont frappés à cause de l'existence d'une crise ailleurs en raison des liens commerciaux et financiers qui existaient entre les pays avant la crise. L'autre facteur est assimilé à un effet de Mousson (Moonsonal effect) qui désigne les circonstances où plusieurs économies sont affectées par un choc commun (hausse des taux d'intérêt américains, baisse du prix du pétrole, …). Ce choc, aléatoire, affecte de façon similaire un ensemble de pays, sans qu'il y ait de premier pays touché. Ces trois facteurs représentent la contagion qualifiée de « contagion fondamentale ».

Et si aucun des facteurs précédents ne parvient à justifier les crises en série, il s'agit alors pour Masson de contagion dite « contagion pure » qui se produit lorsque la crise dans un pays pousse les investisseurs à retirer leurs fonds dans d'autres pays dans un mouvement de panique non justifié par des liens économiques, et qui résulte de plusieurs facteurs à savoir : un wake-up-call (signal d'alerte), une situation d'équilibres multiples ou alors un changement de coordination des investisseurs. Dans les trois cas, il y a contagion car le processus de transmission change en période de crise, c'est-à-dire que les investisseurs changent leur comportement.

Par ailleurs, les principaux indicateurs de vulnérabilités ont été également présentés puisque les effets de contagion prennent pour explication une vulnérabilité apparente justifiant la déstabilisation d'une économie. Si la contagion financière aide à expliquer la fréquence accrue des crises, celles-ci ne frappent pas au hasard pour autant.

Ces événements (crise et contagion) n'ont pas été sans conséquences sur les économies des pays émergents et même sur les pays industrialisés. Il est essentiel d'observer que ce phénomène se propage même vers des pays qui ont une situation économique saine avec de bons fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers ou qui ont des liens commerciaux et financiers étroits avec le pays subissant une crise.

Chapitre III :

Présentation succincte de la crise financière internationale de 2007

Introduction

A partir de la fin 2007, le monde a été en proie à la crise financière et économique la plus grave qu'il ait connu depuis les années 1930, menant le système financier mondial au bord de l'effondrement et provoquant une chute brutale de l'activité dans les principales économies, que Reinhart et Rogoff (2010)[1] l'ont même qualifié de la « seconde grande contraction » par rapport à la Grande Dépression.
Bien sûr, cette crise présente des traits communs avec les autres crises postérieures à la seconde guerre mondiale mais aussi d'importantes différences, en particulier, du fait de la férocité avec laquelle la récession s'est propagée dans le monde à partir du quatrième trimestre 2008. En effet, c'est la dimension réelle de la crise qui s'est rajoutée à la panique financière qui a inquiété les pouvoirs publics dans la mesure où elle faisait planer le spectre de la crise de 1929.

La crise financière internationale de 2007 est en réalité le résultat d'un enchaînement de causalités. De l'extension déraisonnable des crédits hypothécaires à leur titrisation sans discernement dans des tranches de plus en plus risquées de dérivés de crédit qui ont suscité une expansion non viable des effets de levier et des risques financiers, sans oublier les effets de la hausse des taux d'intérêt américains.
Cette crise s'est déclenchée à l'épicentre du capitalisme mondial, aux États-Unis, au cours de l'été 2007 sur le marché immobilier suite à l'éclatement de la bulle spéculative alimentée par l'expansion démesurée des crédits dits « subprimes ». Cette expansion a été rendu possible grâce à la combinaison de plusieurs facteurs, à savoir : une politique monétaire laxiste qui a débouché sur des taux d'intérêt historiquement faibles à cause notamment de l'abondance de la liquidité au niveau mondial, et plus précisément, des afflux massifs de capitaux provenant des pays émergents, des innovations financières débridées, notamment la titrisation, résultantes d'une politique active de déréglementation ainsi que l'accroissement d'effet de levier des banques.

Ainsi, la conjonction de tous ces facteurs a créé un environnement propice à l'apparition de bulles immobilière et financière dont l'éclatement a débouché sur une débâcle financière sans précédents qui s'est étendue progressivement à l'ensemble des marchés financiers provoquant des pertes considérables. Ensuite, cette débâcle financière s'est transmise à l'économie réelle par plusieurs canaux : restriction de crédit, recul de la demande induite par

[1] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth, op. cit., 2010, p. 5.

la baisse de confiance généralisée entraînant une contraction du commerce mondial, propageant la crise à l'ensemble de l'économie mondiale…etc. Puis, cette crise économique s'est muée en crise de la dette souveraine affectant notamment les pays de la zone euro.

Par ailleurs, cette crise a été à l'origine d'une grande effervescence afin de faire face aux risques systémiques qu'elle faisait courir au système financier global. De ce point de vue, les États et les banques centrales ont été à la pointe de la mobilisation générale pour faire face à ses effets. Les interventions ont varié et ont été poussées particulièrement aux États-Unis et en Europe.

Le caractère historique de ce récent effondrement financier américain et mondial, nous pousse à effectuer un examen de son contexte pour mieux comprendre ses causes immédiates, son évolution et ses conséquences ainsi que les réponses apportées par les gouvernements pour endiguer les effets de cette crise.

Dans ce but le chapitre est aliéné en trois sections. La première va enquêter sur l'origine de la crise financière aux États-Unis en identifiant les conditions initiales essentielles qui ont joué un rôle pour façonner la crise financière de 2007, la deuxième examinera ses conséquences au niveau mondial tout en suivant son évolution chronologique, et enfin, la dernière section mettra l'accent sur les diverses stratégies et les plans mis en place depuis le début de la crise.

Section 1 : Origine et genèse de la crise financière internationale de 2007

L'élément déclencheur de cette crise est la crise immobilière aux États-Unis née du retournement du marché immobilier, qui intervient après une phase de croissance exceptionnelle. Engagée à partir de la fin des années 1990 et peu affectée par la récession de 2001, la dynamique s'emballe à partir de 2003, conduisant à une surchauffe dans le secteur, illustrée par la flambée des prix.

Cette montée n'aurait pu avoir lieu si des conditions exceptionnelles n'avaient pas été réunies: un niveau historiquement bas des taux d'intérêt jusqu'en 2004, une abondance de liquidités permise par les entrées massives de capitaux en provenance des principales économies émergentes, une politique publique de soutien à l'accession à la propriété qui s'est traduite par un allégement des conditions d'octroi de crédit. De ce fait, des crédits importants ont été accordés par des organismes hypothécaires à taux variables à des foyers américains modestes qui dépassaient de loin leurs capacités de remboursement (prêts immobiliers à risque dits « subprimes »). Mais, ceci a été permis (ou motivé) grâce à la technique de titrisation qui

donnait la possibilité pour les prêteurs de céder le risque sur le marché dont la finalité était pourtant de permettre une meilleure répartition de celui-ci.
Ainsi, toutes les conditions étaient rassemblées pour constituer un terreau favorable à l'émergence de ce segment de marché très risqué, et plus généralement le marché du crédit hypothécaire aux États-Unis, favorisant la formation d'une importante bulle immobilière spéculative fondée sur des anticipations très optimistes.
Néanmoins, le retournement de la conjoncture américaine s'est manifesté par l'éclatement de cette bulle et l'avènement d'une crise immobilière majeure du fait de l'incapacité des ménages à faire face à leurs engagements financiers dés lors que la hausse des prix s'est terminée et que, surtout, les conditions de prêt se sont normalisées.

L'objectif de cette section est d'essayer d'expliquer les raisons du déclenchement de la crise financière récente dont le point de départ est bien le renversement du marché immobilier américain. A cet effet, nous allons essayer de montrer le rôle des différents facteurs qui ont amené à la formation, le maintien et, le cas échéant, l'éclatement de la bulle qui s'est traduit par l'interruption du processus d'euphorie générale qu'a connu le marché de l'immobilier américain.

1. Phase d'expansion du cycle conjoncturel: Formation de la bulle immobilière

Cet événement (la bulle immobilière) trouve ses raisons dans des causes multiples propres aux contextes, aux techniques employées, aux innovations financières proposées par les établissements financiers et aux politiques publiques mises en œuvre aux États-Unis.
L'une de ces principales causes est institutionnelle, puisqu'à l'origine de la crise, il doit y avoir des taux d'intérêt artificiellement bas, favorisant par ailleurs une liquidité internationale abondante.

1.1. La baisse des taux directeurs de la Réserve Fédérale et l'abondance de liquidités au niveau international

L'observation de l'évolution du taux d'intérêt des prêts de la Fed confirme qu'à l'origine de la crise, il y a eu une politique de crédit bon marché. Après l'éclatement des valeurs technologiques en 2000 et les attentas du 11 Septembre 2001, la Banque Centrale Américaine, dirigée par Alan Greenspan, décide de mener une politique monétaire expansive, en baissant son principal taux directeur afin de lutter contre la récession et une déflation potentielle. Ainsi, le taux est passé de 6,5% à 3,5% en 2001 pour atteindre ensuite un niveau

exceptionnellement bas de 1% (graphique n°3), entrainant l'ensemble des taux d'intérêt dans le mouvement, générant ainsi une abondance de liquidités et des primes de risque très faibles.

Graphique n°3 : Evolution du taux d'intérêt de la Fed (en %)

Source : Tiré du site web : www.fr.global-rates.com › taux-de-intérêts › banques-centrales Date de . consultation le : 29/08/2013.

Cette politique de taux bas a bien eu l'effet attendu et prévu par la macroéconomie du capital et l'ensemble de la théorie économique, la croissance fut soutenue. Cependant, les taux d'intérêt bas ont favorisé, d'une part, un endettement excessif et, d'autre part, la recherche de placements alternatifs plus rémunérateurs que les placements classiques.

Cette configuration a contribué au gonflement des prix des actifs, mais cette augmentation des prix n'est pas générale. Théoriquement, elle dépend du lieu d'entrée et de sortie de la monnaie dans le système économique.

Dans cette crise, le lieu d'entrée est le marché des biens immobiliers. La baisse des taux a rendu solvable la demande de biens immobiliers, qui a augmenté et a provoqué une hausse des achats (volume) et des prix des biens immobiliers. Face a cette demande accrue, la construction de logements, a atteint des niveaux records entre 2003 et 2005 avec près de 2 millions de logements construits en 2004 et 2005, contre 1,5 million en moyenne sur la période 1996-2000. En 2005, au plus fort du boom immobilier, le poids uniquement de la production de logements atteint 6,2% du PIB américain et celui de l'ensemble du secteur du logement (production et services associés) représentant 16,6% du PIB. On estime ainsi que près de la moitié du PIB américain en 2005 est portée directement et indirectement par la

construction de logements[2] contribuant fortement à la croissance américaine mais aussi à l'accroissement sans précédent des prix et de la valeur des logements.

En effet, entre 2000 et 2005, la valeur des logements construits augmente en moyenne de plus de 60%[3] selon l'indice S&P/Case-Shiller, qui mesure l'évolution des prix des logements neufs et anciens dans les dix et les vingt plus grandes métropoles américaines (graphique n°4).

Graphique n°4 : Evolution de l'indice S&P/Case-Shiller (Composite 20) du prix des maisons aux États-Unis

Source : « Le point sur les saisies hypothécaires : un bilan comparatif entre les cas américain et québécois ». Tiré du site web : www.fciq.ca/pdf/etudes/le_point_sur_les_saisieshypo.pdf Date de consultation le : 29/08/2013.

En 2005, au plus fort de la bulle, les prix réels des logements ont bondi de plus de 12% (soit environ six fois le taux d'augmentation du PIB réel par tête cette année-là)[4]. Ce contexte immobilier et notamment l'accroissement des prix ont alors favorisé, d'une part, la croissance des crédits hypothécaires garantis et gagés sur la valeur des actifs immobiliers et, d'autre part, la prise de risque croissante sur des emprunts immobiliers très risqués en raison des garanties hypothécaires.

Par ailleurs, cette évolution est allée de pair avec l'accumulation de déséquilibres énormes au niveau mondial. Aux États-Unis, l'expansion du crédit était financée principalement par des entrées massives de capitaux en provenance des principales économies émergentes

[2] NAPPI-CHOULET Ingrid : « Retour sur la crise immobilière américaine », Revue IEIF- réflexions immobilières, n°48, Mars 2009, p.4 et p.5.
[3] Idem, Mars 2009, p. 5.
[4] REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth, op. cit., 2010, p. 229.

affichant un solde extérieur positif, notamment la Chine, ainsi que les pays producteurs du pétrole détenant des réserves de change importantes[5].

Le fait est que les États-Unis consommaient bien davantage qu'ils ne produisaient, a eu pour effet de déséquilibrer la balance des paiements et de creuser considérablement le déficit commercial (comme l'indique le déficit de la balance courante de plus de 5% du PIB, soit 700 milliards de dollars par an sur un certain nombre d'années)[6]. Or le décalage entre, d'un coté, un surcroit d'épargne dans les pays émergents par rapport à leur capacité à dépenser et, de l'autre, l'insuffisante épargne des américains par rapport à leur capacité à produire, a engendré un transfert massif de capitaux sous forme de prêts au trésor américain, prêts aux agences immobilières et aux banques d'affaires. Les placements dans des actifs à faible risque aux États-Unis leur paraissaient sûrs puisque la finance américaine connaissait une phase de grande expansion et que les banques d'affaires américaines semblaient avoir conçu les modèles de crédit les plus performants.

Les déséquilibres globaux, ont donc contribué à la crise financière en confortant la faiblesse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et en alimentant les excès du crédit et les prises de risques inconsidérées. Les déséquilibres considérables de balance des paiements entre les pays émergents et l'économie américaine, auraient joué un rôle dans l'émergence des bulles sur les marchés des actifs immobiliers[7].

Ainsi, dans ce contexte, d'abondance de liquidités et de faiblesse des taux d'intérêt, le volume du crédit a rapidement augmenté, ce qui a contribué à former une bulle dans l'immobilier résidentiel. Et comme l'inflation est restée modérée, les banques centrales, en particulier aux États-Unis, n'ont pas jugé nécessaire de resserrer la politique monétaire, qui a abouti finalement à une diminution des primes de risque jusqu'à des niveaux historiquement bas. Cette situation a amené la plupart des intervenants sur le marché, banques et investisseurs, à rechercher des rendements plus élevés, par une augmentation de l'effet de

[5] Les États-Unis absorbaient 50% de l'épargne mondiale en 1998, ce taux a grimpé à 80% en 2001. En 2008, devançant le Japon, la chine est même devenue le premier créancier de l'Etat américain, détenant 585 milliards de dollars de ses bons du trésor.

[6] Extrait de la base de données de Perspectives Monde. Tiré du site web : www. Perspective.usherbrooke.ca Statistiques/Economie/Indicateurs.

[7] La thèse d'un excès d'épargne globale (global saving glut) reposant sur l'idée que les flux de capitaux nets des pays à excédents d'épargne vers les pays à déficits d'épargne, les États-Unis pour l'essentiel, ont facilité le financement du boom du crédit et de la bulle immobilière, et l'idée qu'un excès de liquidité globale a induit un effet négatif sur les taux d'intérêt, a été popularisée en 2005 par Ben Bernanke afin d'expliquer l'inertie des taux longs américains, et souvent défendue en France par Patrick Artus mettant en avant le lien entre les déséquilibres globaux, l'accumulation de réserves de change de la part des pays émergents et la forte croissance de la base monétaire mondiale.

levier ou par des investissements dans des produits financiers plus risqués. Il en est résulté une fuite en avant vers des actifs incertains et opaques dont l'accumulation est à l'origine de la crise financière.

En effet, cette tendance était accentuée par des prêts hypothécaires non réglementés ou trop peu réglementés et par des techniques de titrisation complexes, ayant aggravé la situation.

1.2. Développement des prêts à l'égard d'une clientèle insolvable « subprimes »

Un des problèmes les plus graves était l'accroissement des prêts immobiliers accordés à des emprunteurs ayant de mauvais antécédents (les prêts hypothécaires à haut risque), qualifiés de « subprimes ». La montée en puissance de ces crédits a été remarquable, leur encours s'élevait à 1300 milliards de dollars à la mi-2007, contre 150 milliards en 2001, soit prés de 14% de l'encours total des crédits immobiliers aux ménages contre seulement 2,6% en 2001[8].

La progression de ce segment du marché hypothécaire jusqu'à une période récente a été soutenue par une série de facteurs. D'abord, son origine est politique, qui visait initialement à permettre l'accession à une clientèle qui ne pouvait souscrire des crédits classiques.

La politique immobilière aux États-Unis était clairement affichée par l'administration Bush en 2003, le Housing and Urban Development Department (HUD) se donne pour objectif d'accroître l'accession à la propriété pour « tous »[9]. Il s'agit notamment de réduire la discrimination sur le marché du logement, de limiter la concentration géographique des personnes à faible revenu et de favoriser l'accession à la propriété pour les minorités ethniques. L'objectif visé concerne notamment au moins 5,5 millions de ménages américains sur une décennie en facilitant le recours au crédit et en proposant des politiques de défiscalisation immobilière conséquente[10].

[8] KARYOTIS Catherine: « la crise financière en 40 concepts clés », éd. Revue Banque, Paris, 2009, p. 11.

[9] De nouvelles politiques américaines encourageant l'accession à la propriété ont été adoptées par l'administration Bush notamment « la politique de l'American Dream » (législation favorisant la concrétisation du rêve américain) qui est entrée en vigueur en 2004. Son but était d'aider les Américains les plus pauvres à pouvoir fournir un apport personnel pour l'achat d'un logement. Même si ces mesures reposaient sur de bonnes intentions, ses détracteurs soutiennent qu'elles ont encouragé de nombreux Américains à souscrire un emprunt, même s'il y avait peu de chance qu'ils puissent continuer à le rembourser.

[10] Les subventions gouvernementales à l'achat d'un logement prennent aux États-Unis plusieurs formes, ça concerne par exemple la déduction d'impôt dont bénéficient les flux d'intérêt associés au remboursement d'un prêt hypothécaire ainsi que les taxes foncières locales …etc.

De ce fait, le cadre juridique et fiscale américain ainsi que les modalités de financement de l'immobilier aux États-Unis, ont pu constituer un terreau propice à l'expansion des crédits[11].

Parmi ces prêts, il y a donc les prêts « subprimes », qui sont destinés aux ménages les moins solvables et les plus modestes dont la probabilité de défaut de paiement est bien plus élevée que celle des ménages à qui l'on accorde des prêts classiques nommés « primes ».

Ces prêts subprimes étaient en général assortis de conditions plus onéreuses qu'il s'agisse des coûts initiaux (commissions) ou des coûts supportés durant la vie du prêt (intérêts, assurance, frais de renégociation…). Ils étaient distribués sur la base de ratios élevés (montant du prêt / valeur du bien)[12] et les taux étaient souvent révisables après une période initiale de deux ou trois ans. Il existe par exemple les prêts à taux ajustables, appelés ARM (Adjustable-Rate Mortgages), qui prennent traditionnellement la forme « 2/28 » ou « 3/27 », c'est-à-dire des prêts dont la maturité moyenne est de 30 ans, consentis à taux fixe pour les deux premières années (ou les trois premières années) et à niveau souvent plus bas que celui du marché (un taux de lancement réduit, qui est souvent de 1 à 3%), puis transformés pour la période restante (27 ou 28 ans) en prêts à taux variable, c'est-à-dire indexés sur un taux à court terme du marché monétaire (typiquement, Libor US 6 mois + marge). Cependant, le risque est fort de voir les mensualités exploser au terme des deux ans lors de la réinitialisation des taux[13].

Un autre facteur, en plus, de la politique du gouvernement favorisant l'accès à la propriété en assouplissant les conditions d'octroi de crédits à un degré inégalé, il y a le dynamisme du marché immobilier et la forte hausse des prix d'acquisition qui ont entraîné un renforcement de la demande de crédit des ménages, y compris ceux présentant a priori les garanties les plus faibles.

[11] Rapidement, le taux d'endettement hypothécaire des ménages s'accélère, passant de 64% en 2000 à 100% en 2006. Entre 2000 et 2007, l'encours des crédits hypothécaires pour les logements passe ainsi de 4818 milliards de dollars à 10 508 milliards, soit un rythme de croissance moyen de 12% par an. Tiré de NAPPI-CHOULET Ingrid, op. cit, 2009, p. 6.

[12] Entre 2004 et 2006, le ratio prêt/valeur (loan to value, LTV) a augmenté, atteignant des valeurs de l'ordre de 80% pour les emprunteurs subprime. Il existe cependant d'autres critères qui peuvent être retenus pour classer un crédit dans la catégorie subprime, comme le score FICO (Fair Isaac Corporation), qui semble être l'élément déterminant. Il est une échelle de scoring calculée à partir de l'historique de crédit de l'emprunteur. Généralement, on qualifie un crédit hypothécaire de subprime lorsque l'emprunteur obtient un score FICO inférieur à 620, sur une échelle allant de 300 à 850.

[13] Le montage de ces prêts subprimes dépend des hausses de prix. Si les revenus de l'emprunteur au moment de la remontée du taux ne lui permettent pas de faire face à ses nouvelles charges financières, alors le prêteur peut disposer du collatéral (le logement) et rentabiliser son opération en profitant de la hausse de la valeur du bien immobilier.

Dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêts et de prix immobiliers augmentant à grande vitesse comme ce fut le cas à partir de la fin des années 1990, accorder des emprunts à des ménages présentant de nombreuses carences en termes de qualité de crédit et de garanties restait faiblement risqué. En effet, en cas de défaillance d'un emprunteur, c'était sûr que le logement serait revendu pour un montant supérieur à celui du crédit qui a servi à l'acheter. Il s'agit en fait du mécanisme de l'accélérateur financier : comme les actifs servent de collatéraux, la hausse du prix des actifs suscite une expansion du crédit, donc alimente la demande pour ces mêmes actifs. Il s'ensuit une nouvelle hausse du prix des actifs,.. etc.

Les marchés immobilier et hypothécaire se trouvaient alors dans un cercle vertueux (ou vicieux) dans lequel la hausse des prix de l'immobilier avait tendance à réduire l'aversion au risque des prêteurs et des investisseurs. Car aux États-Unis, c'est sur la valeur du patrimoine que sont adossés les prêts hypothécaires. On prête donc plus en fonction de l'évolution de la valeur du bien immobilier qu'en fonction de la capacité de l'emprunteur à rembourser son prêt[14]. En l'occurrence, la hausse des prix des logements garantissait l'endettement de l'emprunteur, même subprime, puisqu'elle avait tendance à l'enrichir et donc le rendre solvable, et que, en cas de défaut de ce dernier, la banque qui avait accordé le prêt pouvait espérer récupérer sa mise en vendant un bien dont la valeur avait augmenté. Cela explique pourquoi ce segment de prêt s'est développé si rapidement et a connu une croissance ininterrompue exceptionnelle à partir de 2001.

De plus, un autre facteur expliquant cet essor est le recul prononcé, entre 2002 et 2005, des taux de défaut sur ce type de créance, ainsi que par le développement important d'un marché secondaire des prêts immobiliers, qui joue le rôle de pourvoyeur de fonds au marché primaire[15].

Ainsi, ce compartiment des emprunts à risque (subprimes) du marché hypothécaire américain a constitué par sa nature même un facteur supplémentaire de vulnérabilité et a contribué activement au développement de la bulle spéculative soutenue par la demande accrue, et aussi par les techniques de commercialisation de prêts plus offensives et celles de titrisation plus complexes. Ce processus de titrisation a joué un rôle clé dans la gestation de la crise, d'où l'intérêt d'examiner son fonctionnement et son rôle dans la crise.

---

[14] Les caractéristiques des prêts hypothécaires américains favorisent plus largement la consommation. Lorsque la valeur de leur bien immobilier augmente, les ménages américains peuvent renégocier leurs prêts et accroître leur endettement à proportion de cette augmentation. Les ménages récupèrent alors la différence entre la valeur du nouvel emprunt et celle de l'ancien. Les capitaux extraits peuvent servir à financer des dépenses de consommation, des achats d'actifs non immobiliers, ou à rembourser d'autres crédits.

[15] JOHSUA Isaac : « La grande crise du XXIe siècle », éd. La Découverte, Paris, 2009, p. 64.

1.3. L'abus de la titrisation des crédits hypothécaires

Depuis déjà de nombreuses années, au modèle de l'intermédiation s'est substitué celui de la finance moderne, souvent appelé « Originate To Distribute » (OTD), littéralement qui veut dire « créé pour être distribué », auquel les banques recouraient pour se départir de leurs risques et maintenir un haut niveau de rendement de leurs fonds propres tout en conservant la possibilité de continuer à accorder des crédits.

Ce nouveau modèle des banques d'investissement, qui s'est particulièrement développé avec les avancées considérables de l'ingénierie financière, reste à l'origine même du phénomène de titrisation des emprunts hypothécaires aux États-Unis.

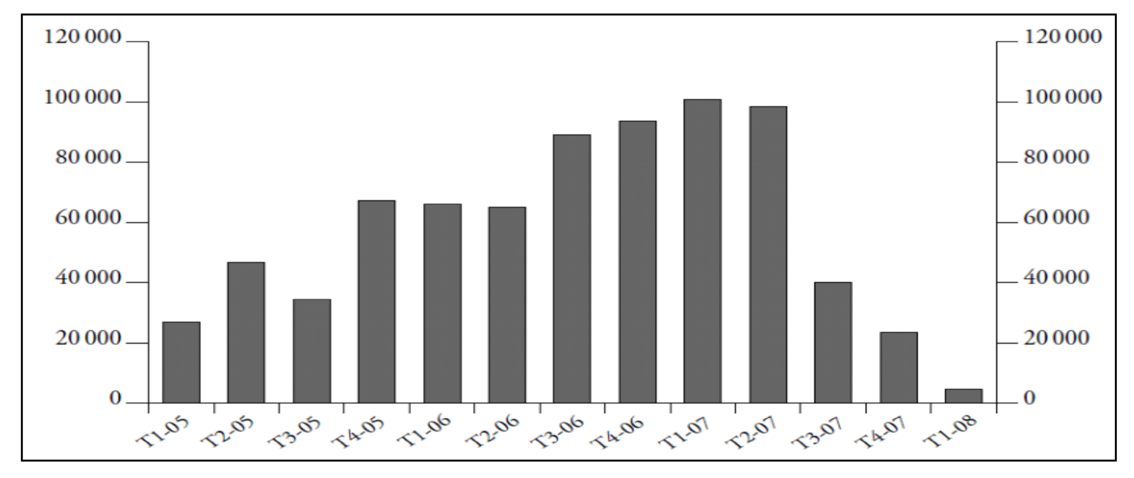
(L'annexe n°3 donne une définition et une description précise du processus de titrisation des crédits hypothécaires)

Entre 2002 et 2005, la part des crédits hypothécaires vendus pour être titrisés par les banques d'investissement est passée de 30 à 55%[16]. D'une façon plus générale, le développement de la titrisation a été spectaculaire, du fait notamment que les institutions financières ont trouvé à travers cette technique une facilité à octroyer davantage de crédits sans même se préoccuper de la qualité des crédits en cause, puisqu'elles ne les conservent plus à leur bilan. C'est une des raisons, d'ailleurs, qui expliquent le fort développement des crédits subprimes.

En effet, au sein de ce marché de la titrisation, le rôle des dettes adossées à des crédits subprimes s'est avéré particulièrement important. En 2006, le flux d'émissions de RMBS subprime a ainsi représenté, avec 523 milliards de dollars, 44% du total des émissions de RMBS d'origine privée (c'est-à-dire hors RMBS émis par les agences sponsorisées par l'Etat)[17]. Quant aux autres types de produits dérivés, notamment les CDO (collateralized debt obligations) liés à l'explosion des subprimes, ont vu leur encours progresser considérablement ces dernières années. Le graphique n°5 ci-dessous montre clairement l'accroissement de l'émission des CDO garanties, entre autres, par des emprunts subprimes que le marché américain a connu à partir de 2005 jusqu'à 2007.

[16] AGLIETTA Michel : « Comprendre la crise du crédit structuré », la lettre du CEPII, n°275, Février 2008, p. 2. Tiré du site web : www.cepii.fr/PDF_PUB/LETTRE/2008/Let275.pdf. Date de consultation le: 15/09/2013.
[17] ROMEY Carine, DRUT Bastien: « Une analyse de la notation sur le marché des RMBS 'subprime' aux États-Unis », Autorité des marchés financiers -risques et tendances, Département des études, Janvier 2008, p. 6.

Graphique n° 5: Emission de CDO garantis par des emprunts subprimes (en milliards de dollars)



Source : BOUZID Béchir : « Titrisation des emprunts hypothécaires et bulle immobilière aux États-Unis : les origines d'une débâcle », Revue d'économie financière, n°97, Mars 2010, p. 116.

Cette poussée de la titrisation, a été perçue favorablement du fait qu'elle permettait aux banques de sortir de leurs bilans les prêts qu'elles ont initié et ainsi restaurer leur capacité à accorder de nouveaux prêts. Et aussi l'idée reçue, jusqu'à l'été 2007, était que ce phénomène, en dispersant le risque entre de nombreux investisseurs, de par le monde, renforcerait la solidité du système bancaire.

Néanmoins, la titrisation s'est accompagnée d'une grande sophistication de produits financiers de plus en plus innovants, qui a été l'objet d'un certain nombre d'abus, de déviations et de dissimulations de risques qui n'ont guère été perçus à l'époque.

En d'autres termes, l'information se trouvait perdue à cause de la complexité de la chaîne de transmission de ces produits dérivés[18]. Cette complexité rendait difficile, voire impossible, l'évaluation du risque de ces produits sur la base de la qualité des emprunts hypothécaires qui demeurent le principal actif garantissant ces transactions.

Par conséquent, la titrisation a joué un rôle majeur, par son utilisation débridée et non maîtrisée, dans l'explosion du crédit. Elle a accru le multiplicateur de crédit en accélérant la rotation des bilans surtout les prêts hypothécaires très risqués dits subprimes. Il est probable que les institutions financières n'auraient pas distribué ces crédits dans de telles proportions, sans même se préoccuper des revenus de leurs clients, si elles avaient dû conserver leurs

[18] Cette multiplication des produits dérivés destinés à couvrir les risques encourus par une multitude d'investisseurs a fait en sorte qu'à chaque étape de titrisation, les signaux destinés à divulguer l'existence d'un risque se trouvaient agrégés et combinés les uns avec les autres tout au long de cette chaîne de titrisation des différents portefeuilles.

engagements dans leur bilan. Le comportement des originateurs, c'est-à-dire des banques, a été influencé par la possibilité offerte par la titrisation, de revendre les crédits. Lors de l'attribution d'un nouveau prêt, la question qu'ils se posaient n'était pas « Vais-je pouvoir assumer le risque associé à ce prêt ?», mais plutôt « Vais-je gagner de l'argent en revendant ce prêt sur le marché ? ».

Ainsi, jusqu'en 2005, l'illusion a bien fonctionné. Les prix de l'immobilier augmentant de 10 à 15% l'an depuis 2001[19], le développement des crédits subprimes s'était assis sur l'idée qu'ils allaient continuer d'augmenter, la technique de titrisation qui s'est elle-même diversifiée en s'appliquant à tout type de créance bancaire permettant aux banques d'accroître leur effet de levier, a continué de fonctionner tant que la demande de crédit l'autorise. Néanmoins, à partir de 2005-2006, le retournement du marché est venu rompre ce fragile équilibre. C'est bien entendu, ce retournement qui fut le signal déclencheur de la crise.

2. Retournement de conjoncture : Eclatement de la bulle immobilière

Le retournement du marché de l'immobilier intervient après une période de hausse exceptionnelle autant par son ampleur que par sa durée. Vers la fin de 2005, les premiers signes d'essoufflement ont commencé à apparaître sur le marché immobilier, à la suite d'une augmentation des taux d'intérêt sur les emprunts hypothécaires combinée à la baisse des prix de l'immobilier, causée par une réévaluation des risques de crédit et de la qualité des produits dérivés qui, pendant des années, ont été considérés par les agences de notation comme des actifs financiers à très faible risque.

Plusieurs facteurs étaient à l'origine de ce renversement, qui n'a fait par la suite qu'aggraver encore plus ces facteurs, amenant au déclenchement de la crise. Le premier facteur est l'incertitude qui commença à régner sur le marché des emprunts hypothécaires quant à l'évolution future des prix de l'immobilier occasionnée par l'accroissement du nombre de défauts de paiement et de saisies légales des actifs immobiliers. Un autre facteur est celui de la détérioration des titres adossés à ces actifs du fait de la réévaluation des positions optimistes des investisseurs quant à la qualité des actifs originaux.

[19] Entre 1996 et 2006 (année du pic des prix), l'augmentation cumulée des prix réels a été d'environ 92%, soit plus de trois fois l'augmentation cumulée de 27% enregistrée entre 1890 et 1996. Repris de REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth, op. cit., 2010, p. 229.

2.1. Une forte dégradation de la qualité des crédits subprimes à l'origine de la multiplication des défauts

Le fléchissement de la bulle immobilière a été initialement causé par l'explosion des défauts de paiement des emprunteurs. En effet, pendant des années, ces derniers ont bénéficié de la possibilité de refinancement en cas de problèmes pour honorer leurs engagements en utilisant la valeur de leurs biens immobiliers comme garantie. Toutefois, la fin de la hausse des prix de l'immobilier et les réajustements attendus ont sonné le glas de ce système de financement, entrainant l'effondrement du secteur immobilier ainsi que tous les maillons de la chaîne de financement des emprunts risqués notamment les subprimes.

Rapidement, tous les indicateurs immobiliers ont enregistré une baisse. Entre fin 2005 et fin 2007, l'investissement de logement des ménages a diminué de 30%, revenant à son niveau de 1998. Par ce seul effet, la croissance américaine a perdu 1,6 point sur la période. Les mises en chantier et permis de construire ont chuté chacun de près de 50% fin 2007 et la tendance s'est poursuivit à un rythme encore élevé. Cette chute d'activité s'est accompagnée d'une contraction du nombre et du prix des transactions immobilières, qui sont tombées de presque 60% dans le neuf et 30% dans l'ancien[20].

Elles sont revenues à leur tendance de long terme, laissant sur le marché un stock de logements invendus qui a doublé en trois ans. En outre, l'arrivée sur le marché de logements neufs en cours d'achèvement des travaux (quatre à six mois après la mise en chantier) et la mise en vente de logements par les investisseurs-spéculateurs qui se retirent du marché du fait de l'épuisement des plus values potentielles n' a fait qu'augmenté ce stock. Quant aux prix, ils ont reculé de 20% dans le neuf et de plus de 10% dans l'ancien. Enfin, l'indice NAHB[21]qui tient compte de l'activité dans le secteur de la construction, est repassé en mai 2008 sous la barre des 50, signifiant l'entrée du secteur en récession[22].

Parallèlement, la tendance des taux d'intérêt s'est inversée, face à de nouvelles tensions inflationnistes, la Fed a remonté régulièrement ses taux directeurs, passés de 1 à 5,25%, entrainant la hausse des taux hypothécaires (voir graphique n°3). Ce resserrement de la politique monétaire observé entre mi-2004 et mi-2006, a constitué un élément évident de fragilité pour les ménages débiteurs et donc pour la qualité de leurs créances.

---

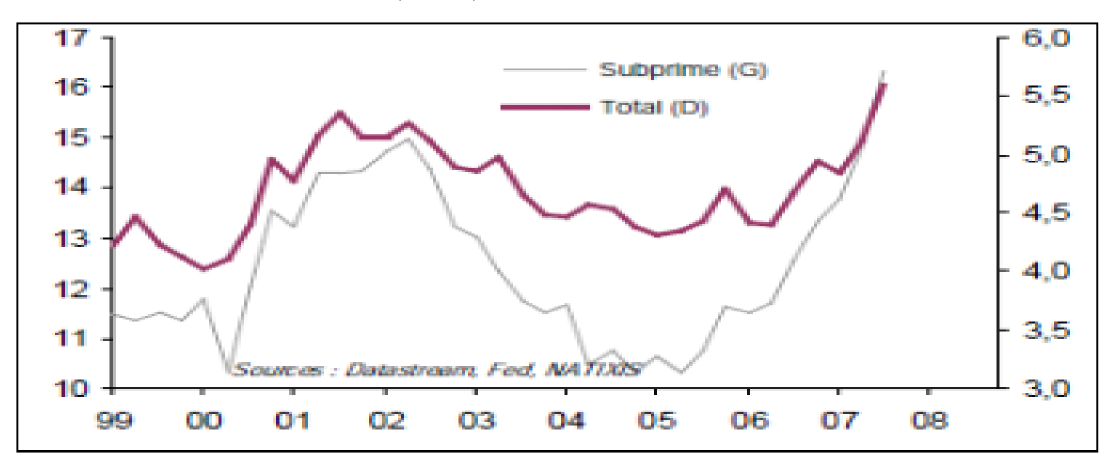
[20] RIFFLART Christine: « La crise immobilière aux États-Unis : l'éclatement de la bulle », Revue de l'OFCE, 2009, p. 5.

[21] L'indicateur NAHB (National Association of Home Builders) retrace la perception des constructeurs sur les ventes de maisons individuelles et les anticipations de ventes sur les six prochains mois.

[22] RIFFLART Christine, op .cit., 2009, p. 5.

Ces deux phénomènes concomitants de baisse des prix et de hausse des charges d'intérêt, et surtout l'entrée dans la période de réinitialisation des taux et de remboursement du capital pour les prêts non traditionnels mettent à mal la situation financière des ménages qui ne peuvent plus compter sur la vente de leur bien pour effacer leur dette, comme ce pouvait être le cas jusqu'à le repli. Les mensualités augmentent jusqu'à atteindre plus de 50% du revenu des ménages. Les défauts de paiement augmentent. Au deuxième trimestre 2007, ils concernaient 5,12% de l'encours total des prêts, contre 4,39% un an plus tôt et étaient particulièrement élevés sur le marché des subprimes (14,82% du total en 2007 contre 11,7% au deuxième trimestre 2006) (graphique n°6). Le prime market a connu lui aussi une montée des difficultés de paiement, puisque la part a atteint 3,02%[23].

Graphique n°6 : Taux de défaut des ménages sur les crédits hypothécaires aux États-Unis (en %)



Source : « La crise des subprimes ».Tiré du site web : www.ces.univparis1.fr/membre/Toubal/M1/Angers/FI/2.%20Subprimes.pdf. Date de consultation le : 05/09/2013.

Dès lors, le nombre de saisies de logements n'a cessé d'augmenter, ce qui a eu notamment un effet dépressif sur les prix de l'immobilier. Les procédures de saisie de logements s'élèvent à 180 000 en juillet 2007, soit deux fois plus qu'en juillet 2006. Au total, 2,2 millions de procédures de saisie sont lancées en 2007. Au deuxième trimestre 2008, ces saisies sont en hausse de 14% par rapport au trimestre précédent. En octobre 2008, l'augmentation est de 5,1% par rapport au mois précédent et de 24,6% sur un an[24].

[23] RIFFLART Christine, op .cit., 2009, p. 5.
[24] JOHSUA Isaac, op. cit., 2009, p . 64.

Et parmi les prêts subprimes (la formule « 2/28 ») 4,72% d'entre eux étaient touchés, un an plus tôt, la proportion n'était que de 2,19%. Les saisies portant sur les prêts primes étaient elles aussi en hausse, atteignant 1,02% des prêts, contre 0,30% d'entre eux un an plus tôt[25].

Dans le même temps, les institutions financières ont commencé à réagir à ces premiers signes de retournement de tendance du marché immobilier en durcissant les conditions d'octroi de crédits hypothécaires pour les emprunteurs à haut risque qui, ont bénéficié rappelant-le de conditions très laxistes. Il convient de noter, à cet égard, que les défauts de paiement ont affecté considérablement le refinancement des banques et l'ensemble du système financier parce que les banques américaines avaient adopté la technique de la titrisation de leur crédit et notamment de leurs subprimes[26].

Devant cette situation, les investisseurs ont commencé à réévaluer leurs positions optimistes quant à la qualité des actifs originaux et à réaliser qu'il existait des risques significatifs attachés à ces produits. Ainsi, la confiance dans ces produits financiers, qui pendant des années a favorisé les anticipations les plus favorables sur l'évolution de ce marché, laissait pour la première fois la place au doute et à la méfiance quant aux fondements de ce système et à la possibilité de prédire les risques de défaut de paiement des emprunts subprimes. Cette crainte d'une exposition au risque de crédit immobilier a poussé les investisseurs à réduire leurs acquisitions de produits dérivés émis sur les emprunts hypothécaires non garanties par les agences fédérales. Ainsi, au cours de cette période, l'émission des titres adossés à ces actifs a connu une diminution significative de plus de 60%.

2.2. L'impact de la généralisation des défauts sur les RMBS et CDO subprimes : L'émergence des incertitudes

La montée des défauts sur les prêts subprimes a provoqué une poussée des craintes quant à la qualité des supports de titrisation. Les prêts hypothécaires ont, en effet, été largement cédés sur le marché après avoir fait l'objet de titrisation et de transformation sous forme d'instruments de dette, grâce à l'utilisation de technique de rehaussement du crédit.

Ceci a permis de bénéficier de notations favorables de la part des agences de notation et donc d'élargir la base des investisseurs. Si ces techniques ont permis une plus ample mutualisation

[25] JORION Paul : « L'implosion : la finance contre l'économie, ce que révèle et annonce la crise des subprimes », éd. Fayard, France, 2008, p. 82.

[26] Le montant total des emprunts hypothécaires a ainsi diminué au cours de l'année 2007 de prés de 20% par rapport à la même période de l'année précédente. Et au cours de cette période, l'émission des emprunts subprimes s'est réduite, de prés de la moitié, qui sont passés à moins de 450 milliards de dollars.

du risque, elles ont débouché en revanche sur une dispersion de celui-ci, d'où la montée des interrogations du type « qui détient quoi ? » renforçant les incertitudes sur le niveau réel des risques intégrés dans ces actifs.

En fait, les agences de notation n'ont pas vu venir le risque, et notamment n'ont pas pris en considération le fait que les risques sur les dérivés de crédits subprimes étaient très corrélés entre eux. Lorsque les premières informations sur les défauts ont filtré, les agences de notation ont surréagi, en dégradant trop fortement et trop rapidement des notes qui auraient dû être progressivement ajustées. Elles ont procédé à un nombre élevé de dégradations de notes de RMBS subprime qui, rapportées à la taille globale des encours en circulation, portent sur 73 milliards de dollars de tranches distinctes, soit environ 9% des encours[27].

Cette diminution subite de notes de RMBS par les agences a suivi, avec un décalage de plusieurs mois, l'ajustement à la baisse de leurs prix dans le marché. Toutefois, les dégradations massives opérées à partir de l'été 2007 ont accentué très fortement le mouvement. En particulier, elles ont coïncidé avec un recul d'environ 17% du prix des tranches situées le plus haut dans l'échelle de notation (AAA/Aaa) entre les mois de juillet et d'octobre. Un décalage de même nature a été observé sur les véhicules de type CDO, puisque les dégradations de notations opérées par les agences se sont faites pour l'essentiel à partir du mois d'octobre, alors que des pertes importantes ont été annoncées par certains acteurs du marché à partir du mois de juin[28].

De plus, cette chute de la valeur (et des notations) des actifs, a provoqué chez les investisseurs de base (sociétés d'assurances, Sicav, hedge funds… etc.) un mouvement de panique, qui a bouleversé, à la fois, leurs anticipations et a déclenché des protections automatiques liées aux processus de titrisation. Ainsi, ils se sont tous mis à vendre leurs parts de titres considérés comme suspects, appelés communément « titres toxiques », ce qui a précipité leur baisse. Dans le même temps, ces investisseurs refusaient de renouveler les facilités de financement à court terme dont dépendaient les fonds divers (hedge funds, OPCVM…) qui constituaient le système bancaire parallèle.

Cependant, le problème dépasse la relation fonds/investisseurs. Il concerne aussi les banques. Nombre de banques avaient, en effet, créé et sponsorisé des conduits ou des véhicules

---

[27] ROMEY Carine, DRUT Bastien, op. cit., Janvier 2008, p. 3.
[28] Idem, Janvier 2008, p. 3.

spéciaux hors bilan (SPV)[29] pour abriter les produits financiers qu'elles avaient émis ou montés pour le compte de tiers, mais la situation n'a pas tardé à toucher ceux-ci. A cet effet, les banques ont dû soit honorer les lignes de crédit qu'elles avaient pu consentir à ces conduits afin de se substituer aux investisseurs qui ne souscrivaient plus aux instruments de refinancement, soit directement reprendre dans leur bilan les instruments en question. D'où les problèmes de pertes sur la valeur des actifs sous-jacents et les problèmes d'insuffisance des fonds propres rencontrés par certaines institutions qui s'étaient engagées trop loin dans la voie des opérations hors bilan.

Ainsi, tous ces évènements ont brutalement mis à jour le niveau massif du levier d'endettement que permettait d'obtenir, à un niveau agrégé, le modèle « Originate to Distribute ». L'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis a déstabilisé l'ensemble du dispositif en ruinant la confiance des marchés et en provoquant une spirale d'ajustement à la baisse des actifs titrisés, débouchant sur une crise aux conséquences considérables.

Section 2 : Conséquences de la crise financière internationale de 2007

Le système financier mondial a connu, à partir de la fin 2007, une crise d'une ampleur sans précédent. Cette crise, circonscrite initialement au marché immobilier américain, a progressivement affecté l'ensemble du système financier mondial, qui a eu, à son tour, des répercussions macroéconomiques, puis a débouché sur une crise de la dette souveraine qui touche notamment la zone euro.

En effet, la crise s'est propagée aux banques et aux investisseurs notamment aux États-Unis et en Europe, en déstabilisant au passage marchés interbancaires, les banques et les marchés financiers, et qui a fini ensuite par affecter l'économie réelle, à la fin de l'année 2008, à travers plusieurs canaux de transmission. De plus, la crise a eu également pour conséquence la dégradation des finances publiques, qui s'est traduite par un accroissement de l'endettement public déjà conséquent dans un certain nombre d'États. Ceci a entrainé une

[29] Les véhicules de titrisation (SPV) chargés de transformer les prêts hypothécaires en titres finançaient la détention de ces titres en émettant du papier commercial, les « asset backed commercial papers, ABCP ». Cette dette étant à court terme, elle devait être renouvelée régulièrement. Or les investisseurs doutant de la qualité de l'actif détenu par ces véhicules ont refusé d'acheter le papier commercial que ces derniers émettent régulièrement. Avec le tarissement du marché des ABCP, les banques devaient financer elles-mêmes les véhicules de titrisation qu'elles avaient créés pour sortir les créances hypothécaires de leurs bilans. Les banques ont ainsi réintégré les crédits subprimes dans leurs bilans, ce qui leur a fait directement supporter le défaut des emprunteurs.

crise de la dette souveraine affectant notamment la zone euro lorsque les marchés financiers ont commencé à douter de la solvabilité de certains de ses États membres.

Cette crise financière qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007 constitue de toute évidence une crise systémique. Au-delà du très fort ralentissement de la croissance mondiale qu'elle a provoqué et de tout ce qui en découle, cette crise a suscité une contagion systémique vers tout un ensemble de marchés.

Le but de cette section est de citer les principales conséquences de cette crise au niveau mondial, en expliquant les différentes trajectoires et étapes suivies par cette crise en distinguant trois principaux volets : crise systémique, crise économique et crise de la dette.

1. Crise systémique

Un élément important de la crise systémique tient dans le fait que toutes les composantes du système financier sont touchées. On parle de crise systémique pour indiquer qu'elle se produit en un endroit, puis se propage à tout un système (un ensemble de marchés ou de secteurs d'activité).

Et cette crise financière a impliqué tous les marchés de la sphère financière. Elle s'est déroulée en trois temps : elle a successivement gagné le marché monétaire secoué par une crise de liquidité et de confiance (affectant le marché des refinancements à court terme) puis le système bancaire est touché débouchant sur une crise bancaire intense, laquelle s'est muée en crise boursière.

1.1. Crise de liquidité

La crise financière de 2007 est d'abord apparue comme une crise de liquidité. Les premiers symptômes se sont manifestés par des tensions sur la « liquidité ». Au mois d'août 2007, des perturbations sévères sont apparues sur le marché interbancaire provoquant une crise de confiance entre les différents investisseurs. Plus d'un an après, suite à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, ces tensions sont toujours présentes sur les marchés monétaires.

En effet, l'éclatement de la crise a conduit à la paralysie du marché interbancaire, minée par la défiance des intervenants les uns vis-à-vis des autres, chacun ignorant jusqu'à quel point l'autre était impliqué.

Le premier épisode de stress sur le marché interbancaire date de l'été 2007, alors qu'éclate aux États-Unis la crise du crédit hypothécaire subprime. Les signes avant-coureurs

se manifestent avec la fermeture par la banque d'investissement Bear Stearns de deux de ses fonds hypothécaires et l'annonce par BNP Paribas le 9 août 2007 de la suspension du calcul de la valeur liquidative de trois de ses fonds d'investissement en produits titrisés, ce qui provoque un assèchement de la liquidité. A cet effet, les volumes échangés sur la maturité au jour-le-jour « non sécurisés » (c'est-à-dire sans remise de collatéral, donc présentant un risque de contrepartie élevé) se contractent, passant d'une fourchette comprise entre 50 et 60 milliards de dollars au début de l'été 2007 à 30 et 40 milliards de dollars[30].

Il convient également de remarquer que les encours d'ABCP[31] (Asset Backed Commercial Paper, en français papier commercial adossé à des actifs) où l'incertitude demeure sur la nature de leur adossement, ont beaucoup reculé (graphique n°7), ce qui indique que la liquidité de financement via les ABCP reste dégradée. En effet, de par son rôle central dans le financement des produits structurés, ce marché a été directement affecté lorsque les prêteurs n'ont plus voulu se trouver exposés au risque subprime. La réticence des détenteurs d'ABCP à renouveler leurs billets de trésorerie ou le fait qu'ils exigent des rendements plus élevés ou des maturités plus courtes, a induit de ce fait , pour les SIV[32] et les conduits de placement, une insuffisance de financement.

---

[30] BESSON Benoît et NGUYEN Benoît: « Crise financière et politique monétaire », Revue d'économie financière, n°100, Décembre 2010, p. 71.

[31] ABCP est un titre de créance négociable dont le paiement des intérêts et du principal provient des flux de trésorerie d'un portefeuille d'actifs sous-jacents. Ce moyen de placement est généralement un instrument à court terme venant à échéance entre 1 et 270 jours (moyenne de 30 jours) de l'émission. Le titre lui-même est généralement émis par une banque ou une autre institution financière. Les ABCP sont garantis par des actifs différents, principalement des titres adossés à des actifs (ABS), les prêts hypothécaires résidentiels, les prêts commerciaux et les CDO, et sont généralement utilisés pour les besoins de financement à court terme.

[32] Face à cette crise des SIV, la majorité des banques ont été alors amenées à soutenir les entités qu'elles avaient créées, soit par l'activation de lignes de crédit, soit en les réintégrant dans leur bilan. En agissant de cette manière, les banques ont clairement indiqué qu'elles étaient entièrement responsables de ces entités.

Graphique n°7 : Encours de papier commercial (en milliard de dollars)

Source : BLOT Christophe et TIMBEAU Xavier : « Du chaos financier au K.O. économique », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p. 10.

En même temps, on a vu également se développer le portage, par les banques, de davantage de titres de créances hypothécaires et de prêts financés par effet de levier, puisque la plupart des transactions sur les marchés des ABS (Asset Backed Securities) liés aux crédits immobiliers et sur les CDO avaient été suspendues, tandis qu'elles devaient respecter leurs engagements vis-à-vis d'autres entités en mal de liquidités (notamment les hedge funds).

Cet appel de fonds inattendu qui a touché l'ensemble du système a, en outre, suscité des tensions sur le marché interbancaire et causé une contraction de la liquidité de financement. En effet, ces appels de marge imposés par les banques a conduit ces investisseurs, en l'occurrence les hedge funds, à vendre au plus bas et à subir des pertes plus importantes encore, en mars 2008, provoquant ainsi une cascade d'énormes difficultés pour de nombreux fonds, parmi les plus importants sont : Carlyle, Focus, Drake, Blue River, Pardus, Sailfish, Tisbury, JMW Partners, Platinum Grove[33]…etc.

Certains Hedge Funds ont d'ailleurs abandonné leurs « primes brokers »[34] à cette occasion, au premier rang desquels figurait Bear Stearns, précipitant la faillite de ce dernier. Autant en

[33] CARTAPANIS André : « Hedge Funds, risque systémique et procyclicité de la finance : le cas de la crise des subprime », Juillet 2008, p. 8. Tiré du site web : www.sciencespo-aix.fr/Cartapanis-REF-Hedge-Funds-juillet-2008.pdf.2013/09/19 : consultation le Date de .

[34] Les fonds spéculatifs dans leur activité recourent abondamment aux effets de levier. Mais avec les contreparties attribuées par les banques d'investissement exerçant des activités de prime brokers, notamment sur les dérivés de gré à gré. Donc, ces primes brokers assurent le financement garanti des expositions que prennent les fonds, mais aussi l'exécution des transactions sur dérivés. C'est donc surtout du côté de l'imbrication avec ces autres intermédiaires financiers que se situe l'essentiel du risque systémique induit par les fonds spéculatifs, tel qu'il a été démontré par CARTAPANIS André, op. cit., Juillet 2008, p. 5.

mars 2008 qu'en août 2007, on a donc observé une surréaction des pertes globales des hedge funds[35] vis-à-vis de ce qu'elles auraient dû être sur la base de leurs niveaux d'exposition, simplement à cause de la crise d'illiquidité véhiculée par les banques[36].

Devant cette situation, le marché des CDO est devenu illiquide à partir du moment où certains de ces fonds, très endettés, durent ajuster leurs positions face aux appels de marge de leurs primes brokers, eux-mêmes soumis à des tensions comparables. D'où la suspension des transactions, la disparition de tout prix de marché pour certains CDO, particulièrement pour les tranches les plus risquées, surtout que leur valorisation était loin d'être certaine.

Ainsi, tous les marchés de gros de capital, y compris les marchés d'ABCP, les marchés de CDO et les marchés de tous les titres adossés à des actifs (sauf ceux de toute première qualité), ainsi que le marché interbancaire se sont taris.

Outre ces marchés, cela apparaît clairement lorsqu'on observe l'accentuation de divers spreads qui a constitué, par ailleurs, le signe le plus spectaculaire des difficultés, à l'exemple de l'écart entre les bons du Trésor américain et le Libor, appelé communément « TED spread »[37], qui s'est accentué dans des proportions extrêmes, dépassant les 3 points le 17 septembre 2008, comme le montre le graphique n°8 ci-après.

[35] Une littérature désormais très étendue atteste que les Hedge Funds ne sont sans doute pas à l'origine du déclenchement de la crise financière de 2007, mais sont les propagateurs de la crise présentant un risque systémique très important. Ils se sont trouvés au cœur des interdépendances systémiques qui ont conduit à la chaîne de dévalorisations d'actifs et à la crise d'illiquidité à cause de leurs engagements avec les primes brokers et de l'effet de levier associé. Il recouvre le risque de propagation du défaut d'un ou de plusieurs fonds spéculatifs vers le système monétaire et financier, en provoquant une crise de liquidité, voire de solvabilité, parmi les établissements financiers traditionnels, en l'occurrence les banques.

[36] CARTAPANIS André, op. cit., Juillet 2008, p. 10.

[37] Le « TED Spread » : calcule la différence de taux entre ce que le gouvernement américain et les banques paient pour emprunter. Concrètement, c'est l'écart entre les taux du Trésor américain pour trois mois et le Libor qui détermine le taux auquel les banques se prêtent entre elles.

Graphique n°8 : TED spread : écart entre les bons du Trésor américain et le Libor



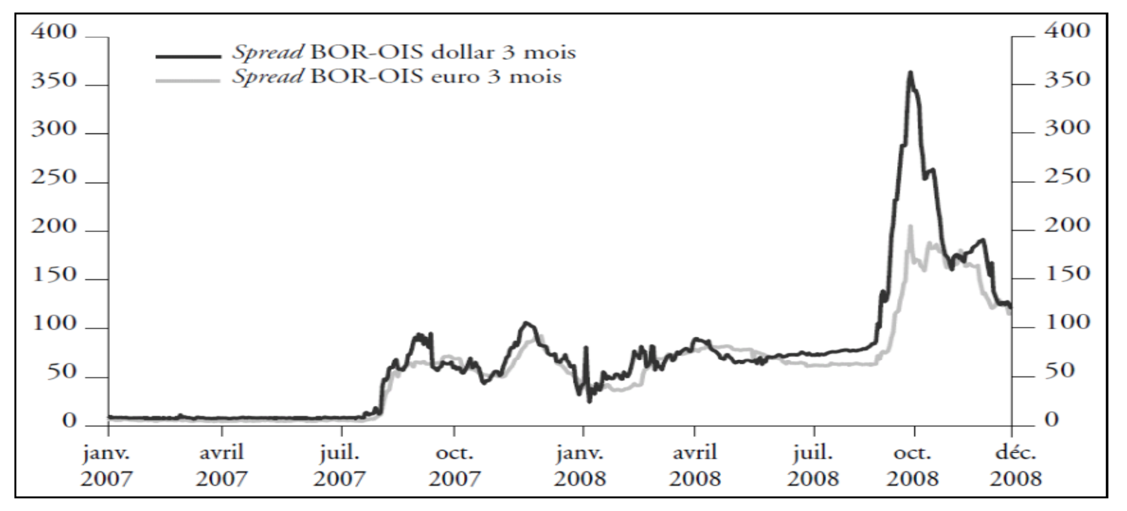
Source : Tiré du site web : www.alternatives-économiques.fr/le-Ted-spread-mesure-des-tensions. Date de consultation le : 26/09/2013.

La tendance se reflète également dans la hausse brutale de l'écart entre le taux interbancaire et le taux fixe d'un swap de même maturité. Cet écart est connu sous le nom de « spread BOR-OIS ».

En temps normal, sur la maturité à trois mois, cet écart avoisinait 8 points de base (pdb) aux États-Unis et 5 pdb en Europe, mais le 9 août 2007, il atteint respectivement 40 pdb et 17 pdb (graphique n°9), traduisant l'exigence d'une prime de rémunération sur les prêts non sécurisés liée à une perte de confiance entre banques et une incertitude extrême sur leur capacité à rembourser leurs engagements en l'absence d'un marché interbancaire liquide[38]. Ce spread a continué d'augmenter dépassant les 100 pdb pour les deux régions. Mais pas seulement, ces difficultés de refinancement sur le marché interbancaire a entrainé la faillite de certaines institutions financières notamment Lehman Brothers qui, à son tour, a aggravé la crise de liquidité. En fait, la crise s'est auto-entretenue et propagée dans un contexte de défiance généralisée, et ce spread donne une idée de l'intensité du stress qui affecte alors le marché interbancaire : il a atteint un plus haut niveau jamais enregistré à 365 pdb aux États-Unis le 10 octobre 2008[39].

[38] BESSON Benoît et NGUYEN Benoît, op. cit., 2010, p. 71.
[39] Idem, 2010, p. 73.

Graphique n°9 : Spread BOR-OIS euro et dollar trois mois, janvier 2007-décembre 2008 (En points de base)



Source : BESSON Benoît, NGUYEN Benoît: « Crise financière et politique monétaire », Revue d'économie financière, n°100, Décembre 2010, p. 73.

Cette crise aigue de la liquidité de l'été 2007 a provoqué une dégradation des bilans des banques, une augmentation du risque de contrepartie et une réduction de la solvabilité des institutions financières. Il existe cependant des raisons propres au contexte ayant entrainé la déroute du système bancaire.

1.2. Crise bancaire

Les banques étant au cœur de la crise financière mondiale, elles ont un rôle prépondérant dans sa propagation puis son intensification. La crise bancaire a connu son point d'orgue en septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers. À partir de cette date, la crise a pris une autre dimension et d'une crise bancaire nous sommes passés à une crise financière planétaire aux effets économiques et sociaux sans précédents.

Les pertes de fonds propres des banques ont été considérables, résultant de plusieurs canaux (facteurs), mettant en péril leur solvabilité. Les banques ont d'abord subi les conséquences de leur exposition directe aux prêts subprimes et aux défauts de paiement des ménages. Les pertes constatées ou anticipées sur les crédits ont également conduit à des dépréciations d'actifs liés aux subprimes (dérivés de crédits notamment), mettant en péril la solvabilité de très nombreuses banques à travers le monde et les contraignant ainsi à lever des fonds propres. En effet, ces dépréciations liées aux subprimes ont conduit les banques à passer des provisions colossales pour compenser les pertes enregistrées par les organismes financiers, notamment aux États-Unis et en Europe. Les banques installées dans d'autres

parties du globe ont été, par ailleurs, moins affectées par les effets directs de la crise financière, à savoir la dépréciation des actifs « toxiques ». Selon le rapport du FMI d'avril 2009, environ 945 milliards de dollars de pertes ont été enregistrées par les grandes banques internationales dans le monde pendant la période 2007-2009[40].

Par ailleurs, au delà de ces détériorations, les banques ont également observé une chute de leur résultat net du fait de ces pertes[41]. Ajoutant à cela, les moins values boursières qui ont conduit les banques à encaisser des pertes sans précédents[42].

Parallèlement, la conjonction de tous ces facteurs a provoqué la déroute du système bancaire qui s'est manifestée par une cascade de défaillances et la disparition de grandes banques d'affaires.

Les premières pertes pour dépréciations ont été déclarées dès le deuxième trimestre 2007. En juin 2007, Bear Stearns, la cinquième banque d'investissement américaine, s'effondre du fait des pertes réalisées par deux de ses Hedge Funds (Carlyle Capital, peloton) qui ont investi dans des subprimes, et aussi lorsqu'elle ne parvient plus à lever des fonds sur les marchés à court terme. Mais, Bear Stearns, a été sauvé in extremis par la Fed[43].

À l'été 2007, la crise va traverser l'Atlantique et ses premiers effets vont se faire sentir en Europe. Malgré une plus grande prudence dans leur activité de banque de détail, les banques européennes n'ont pas été épargnées, puisqu'elles se sont fortement engagées dans les activités liées à la titrisation et ont par ce biais subi de lourdes pertes.

Le 9 août 2007, la banque BNP Paribas gèle trois de ses fonds de placement « infectés », ce qui va déclencher un mouvement de panique sur les craintes de contamination générale avec pour conséquence immédiate une envolée des taux interbancaires. Le 13 septembre 2007, Northern Rock, cinquième prêteur immobilier du Royaume-Uni, se tourne vers la Banque d'Angleterre pour solliciter un prêt d'urgence. Pris de panique, ses clients se précipitent en masse dans leurs agences pour retirer leurs avoirs. Peu de temps après, le suisse UBS, Citigroup et Wachovia annonceront également des dépréciations de grande ampleur. Ils sont parmi les principaux établissements bancaires qui ont connu la plus forte chute de leur

[40] Extrait du rapport annuel du FMI, « la riposte à la crise mondiale », 2009, p. 11.

[41] Les profits des banques se sont contractés de 80 % entre la fin 2007 et le deuxième trimestre 2009 aux États-Unis après avoir atteint le pic en 2007. En Europe, la baisse des profits a été plus tardive. Ceux-ci se sont effondrés seulement au quatrième trimestre 2008, soit près d'un an après les États-Unis, mais la vitesse de la chute est équivalente. Les profits des banques européennes ont chuté de 50 % en l'espace de trois trimestres.

[42] Face à cette dégradation brutale des bilans bancaires dévoilant un risque d'insolvabilité du système financier, la chute des cours boursiers a été rapide et de grande ampleur, conduisant davantage à des moins values sur les actifs financiers détenus par les banques.

[43] Voir la section (3) qui suit, page 149.

capitalisation boursière avec respectivement : -72%, -84% et -90% depuis le début de la crise[44]. Du jamais vu dans l'histoire bancaire contemporaine.

Cependant, les banques ne sont pas les seuls maillons de la chaîne à être durement touchées. Aux États-Unis, la crise immobilière est telle que même les institutions que l'on pensait les plus sérieuses et solides (Fannie Mae et Freddie Mac), doivent être mises sous la tutelle de l'État. Les inquiétudes sur ces deux mastodontes du crédit immobilier ont commencé dés le début de l'année 2008 en dépit des assurances données par leurs présidents sur leurs situations financières. Dès le mois de juillet, ces inquiétudes deviennent des certitudes sur la gravité de leur situation et leur niveau d'exposition dans la crise financière, avec un volume de pertes de 50 milliards de dollars. Ainsi, devant l'ampleur de ces pertes, l'administration américaine était contrainte de les sauver.

Par ailleurs, ce qui devait rester une intervention sans lendemain, ne sera en fait que le début d'un grand fracas financier. Car après Fannie et Freddie, ce sont les banques prestigieuses d'affaires américaines qui seront emportées par ce séisme.

En effet, le pire pour le système bancaire mondial était à venir. Dès le début du mois de septembre 2008, deux autres banques américaines sont entrées dans la zone de turbulence. D'abord Lehman Brothers, un géant de la finance mondiale, s'est déclarée en faillite le 15 septembre 2008, après un week-end de tractations, et pourtant jugée « too big to fail » (trop grande pour faillir) dont la faillite a été principalement décrite comme la conséquence du refus des autorités américaines de sauver cet établissement en souhaitant ainsi « faire un exemple »[45].

Mais le massacre des banques d'affaires ne s'arrêtera pas là. Vient par la suite le tour de l'une des plus grandes banques d'affaires américaines qui va disparaitre ce week-end du 15. Il s'agit de Merril Lynch qui a également subi de lourdes pertes sur ses titres subprimes, s'est vendue à la Bank of America, la plus importante banque de guichets et de réseaux d'agence, pour la somme de 50 milliards de dollars. En outre, les deux autres banques d'investissement Goldman Sachs et Morgan Stanley qui ont pourtant résisté à la débâcle ont été obligées de renoncer à leurs statuts de banques d'affaires pour pouvoir accéder aux facilités de financement.

---

[44] PLANE Mathieu et PUJALS Georges, op. cit., 2009, p. 4.

[45] Cette faillite de la quatrième banque d'investissement très investi en subprime avec 85 milliards de titres toxiques selon certaines estimations, Lehman Brothers semblait être la cible idéale pour donner une leçon au monde de la finance. Cette faillite marque un véritable tournant dans la crise qui va prendre alors une nouvelle dimension avec la menace d'une crise systémique.

Ainsi, ces grandes banques d'affaires qui constituaient les joyaux de la finance américaine (Bear Stearns, Lehman Brothers, Merril Lynch…) ont été emportées par la bourrasque financière laissant à New York un paysage financier dévasté.

De plus, les faillites des banques d'affaires et la mise sous tutelle des organismes de financement immobilier ne sont qu'un volet de ce cataclysme financier qui se prolonge en ce mois de septembre 2008 aux assureurs. AIG (American International Group), la plus grande compagnie d'assurance dans le monde était menacée de faillite en raison des pertes engendrées[46] suite à ses activités liées aux subprimes ainsi que son rôle majeur sur le marché des CDS (Credits Default Swaps)[47] qui assuraient contre le risque de défaillance des crédits immobiliers. Pour éviter un nouveau séisme, qui aurait pu être plus violent que celui qui avait emporté Lehman Brothers, le gouvernement américain décide d'aider AIG[48].

L'annexe n°4 recense les principales défaillances des plus grandes institutions financières mondiales.

Ces faillites des plus grandes banques d'affaire américaines et autres institutions financières ne sonnent pas seulement le glas de la capitale de la finance globale mais annoncent également le déclin de la puissance financière américaine et la montée en puissance des banques des pays émergents, particulièrement des banques chinoises[49].

Par ailleurs, devant l'ampleur de cette crise bancaire et sa diffusion comme une onde de choc à tous les secteurs à partir de septembre 2008, les bourses mondiales ont connu une spirale baissière reflétant ainsi les craintes d'une crise sans précédent.

---

[46] AIG a enregistré 13,2 Milliards de dollars de pertes et dépréciations sur le premier semestre 2008 et des perspectives de pertes importantes pour le second semestre. Conjointement à la dégradation de ses ratings, ceci met AIG dans une situation de crise de liquidité ainsi que de solvabilité.

[47] Les investisseurs ont la possibilité de se couvrir contre le risque de défaut d'un émetteur en souscrivant un contrat de swap de défaut de crédit ou credit default swap (CDS). Il s'agit d'un contrat par lequel le détenteur d'une créance reçoit, en contrepartie du versement d'une prime à un cocontractant, une indemnité en cas d'occurrence d'un événement (défaut, dégradation de la note) sur le crédit.

[48] Voir la section (3) qui suit, page 149.

[49] Les deux groupes bancaires américains Citigroup et Bank of America qui étaient, avant la crise, successivement à la première et seconde place dans le classement des grandes banques d'affaires ont été supplantés par des banques chinoises. Aujourd'hui, la finance mondiale est dominée par ICBC qui, avec une valeur boursière de 236 Milliards de dollars enregistrée en 2012, est la première banque au monde suivi par la CCB avec ses 202 milliards de dollars. Il faut attendre la troisième marche du classement pour retrouver le premier établissement bancaire occidental, à savoir la banque américaine Wells Fargo avec une valeur de 177 milliards de dollars et qui est suivie à la quatrième place par la britannique HSBC avec 161 milliards de dollars (2009). Tiré du site web: www.trader-finance.fr›Dossier› Planète Finance. Dernière consultation le : 18/11/2013.

1.3. Crise boursière

Les effets de la crise financière sont également observables sur les marchés financiers à travers la chute spectaculaire des cours et indices boursiers mais aussi la perte de capitalisation des grandes places boursières.

Les baisses se sont accentuées surtout entre les mois de septembre et octobre 2008 au fur et à mesure de la publication des résultats des banques. Ainsi, suite à l'annonce de faillite de Lehman Brothers, les plus grandes places financières partent à la baisse et le Dow Jones et le Nasdaq ont connu une baisse de plus de 4% à Wall Street. A Tokyo, le Nikkei chute de 5% et revient à son niveau le plus bas depuis trois ans. Du côté de l'Europe, même tendance à la baisse, avec 1,96% à Paris, 3,43% à Londres, 2,85% à Milan et 3,59% à Amsterdam[50]. En Asie, pendant cette période, les bourses de Shanghai et de Hong Kong étaient également en déclin et à Moscou la bourse RTS était carrément fermée pour faire face à la nervosité des marchés.

Alors que ces derniers étaient plus nerveux et la succession des mauvaises nouvelles qui continuaient d'alimenter la baisse, arrive le 6 octobre[51] et 10 octobre[52], de nouvelles journées de panique parmi d'autres sur les places financières[53], provoquant de forte baisse pour les bourses.

Au total, l'indice Dow Jones a connu, pour sa part, une baisse de 41% entre le mois de juillet 2007 et le mois de février 2009, la bourse de Paris est descendue sous la barre des 5000 points et l'indice CAC40 a baissé de 51%, le Nikkeï de 56%, le Footsie de 38% ,et 46% pour DAX[54].

Ainsi, la quasi-totalité des places boursières ont perdu des parts importantes de leur capitalisation. Les valeurs financières bancaires ont été les plus touchées du fait des pertes colossales enregistrées par les banques. Entre le mois de juin 2007 et mars 2009, la capitalisation boursière mondiale des banques a perdu 70% de sa valeur, soit plus de 4 700 milliards de dollars, ce qui représente 8,7 points du PIB mondial. De part et d'autre de l'Atlantique, la capitalisation boursière des banques a chuté d'environ 80% aux États-Unis et

---

[50] BEN HAMMOUDA Hakim, BCHIR Hédi, SADNI JALLAB Mustapha : « La crise », éd. Ellipses, Paris, 2009, p. 48.

[51] Pendant cette journée y a une baisse du Dow Jones de 2,94% et 19,1% à Moscou, 7,8% à Londres, 7,07% à Francfort et 4,25% à Tokyo. Alors que Paris a enregistré sa plus forte baisse depuis la création du CAC 40, avec une chute spectaculaire de 9,04%.

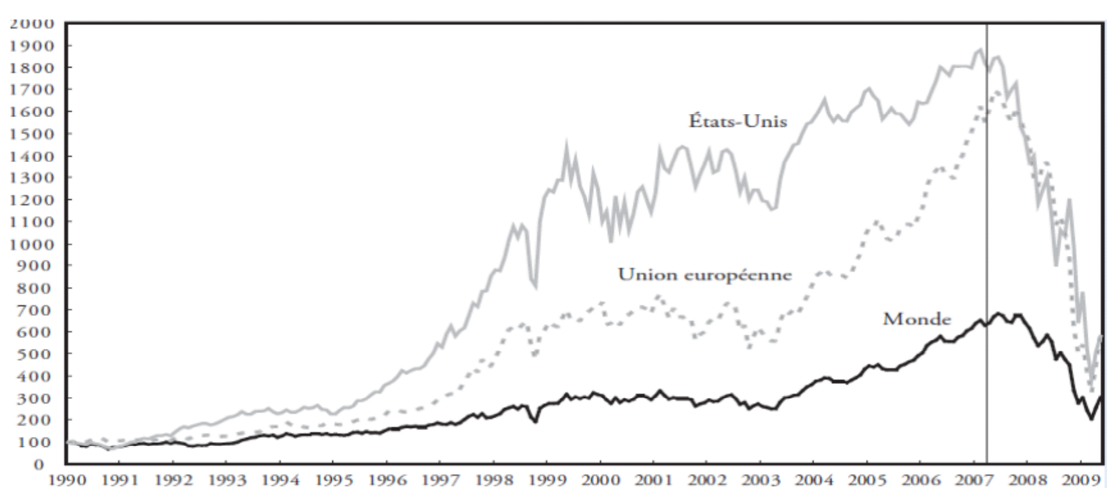
[52] Le 10 octobre 2008, vendredi noir au terme d'une semaine noire, les principales bourses américaines, européennes et asiatiques auront perdu depuis le début de l'année environ 40% de leur valeur.

[53] JOHSUA Isaac: « La grande crise du XXI siècle », éd. La Découverte, Paris, 2009, p. 77.

[54] BLOT Christophe, COCHARD M., LEMOINE M. et TIMBEAU Xavier : « Crise financière : un état des lieux », diapo OFCE, Février 2009, p. 4.

en Europe en moins de deux ans (graphique n°10), représentant une baisse d'environ 1 100 milliards de dollars aux États-Unis et de plus de 2 100 milliards en Europe, soit une chute respective de 7,9 points de PIB aux États-Unis et de 12,5 points de PIB en Europe[55].

Graphique n°10: La capitalisation boursière des banques



Source : PLANE Mathieu et PUJALS Georges: « Les banques dans la crise », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p.6.

La crise boursière, qui s'est matérialisée dans un premier temps par la seule chute des actions bancaires, s'est propagée à l'ensemble des sociétés cotées et a gagné tous les secteurs à partir du troisième trimestre 2008 en raison notamment de la conviction des marchés que l'économie mondiale allait entrer en récession. En mars 2009, la capitalisation boursière mondiale a perdu plus de 28 000 milliards de dollars, soit 52% du PIB mondial. La capitalisation boursière américaine a perdu plus de 9 300 milliards de dollars et celle européenne près de 9100 milliards, ce qui représente respectivement 68% du PIB américain et 48% du PIB européen[56].

Cette chute colossale des places boursières, en créant des pertes supplémentaires pour les banques, a renforcé les risques d'insolvabilité des institutions financières et a accentué les effets dévastateurs de la crise financière sur l'économie réelle. En effet, toute crise systémique qui répond à des risques systémiques qu'alimentent les innombrables externalités des systèmes financiers finit toujours par se diffuser vers la sphère réelle, par le jeu d'un ensemble de canaux de transmission (effets de richesse, contraction du crédit, faillites bancaires…) conduisant à un ralentissement de l'activité économique, voire à une récession.

[55] PLANE Mathieu et PUJALS Georges, op. cit., 2009, p. 6.
[56] Idem, 2009, p. 7.

2. Récession

L'impact réel de cette crise financière a entrainé des effets significatifs sur l'économie réelle, et se caractérise par sa dimension internationale et son ampleur, touchant les pays avancées comme les pays émergents. Tous les pays ont ainsi été touchés de façon exceptionnellement synchronisée avec un fort recul de leur croissance.

La crise financière s'est transmise à l'activité par trois canaux principaux. D'une part, la forte baisse du patrimoine des ménages qui les a incités à restreindre leurs dépenses. D'autre part, afin de restaurer leur ratio de solvabilité, les banques ont restreint l'accès au crédit (c'est-à-dire les a amenées à accorder des prêts de façon plus sélective), phénomène connu sous le vocable de « credit crunch », qui pèse sur la consommation et l'investissement des ménages et freine l'investissement des entreprises[57]. Enfin, la crise s'est transmise même à des pays a priori peu touchés directement par le truchement du commerce mondial donnant à la crise le caractère mondial qui est un de ses traits les plus distinctifs.

Nul doute que l'économie mondiale ait connu entre 2008 et 2009 la récession la plus brutale de toute la période d'après-guerre. Il suffit pour s'en convaincre de considérer le taux de croissance annuel du PIB, la baisse de la consommation des ménages, le ralentissement de l'investissement ainsi que la contraction du commerce mondial.

2.1. Une forte contraction de la croissance du PIB

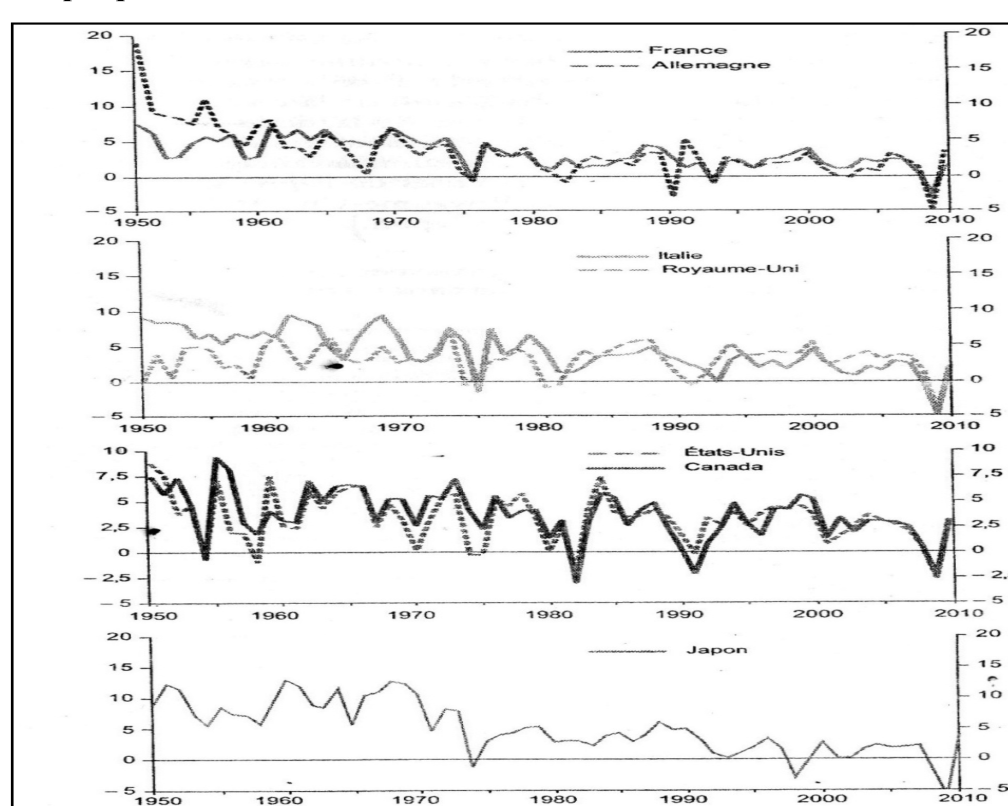
Le recul du PIB a été de l'ordre de 3% à 5% en 2009 dans les pays du G7. Il s'agit de la plus forte baisse réelle du PIB constatée sur des données annuelles depuis 1950 pour tous ces pays (graphique n°11). Les pertes cumulées de PIB réel en 2008-2009 s'échelonnent entre 3,4% pour le Canada, environ 4% pour la France, 5% pour les États-Unis, 6 à 7% pour le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie et le Japon[58]. Aucune autre récession depuis la crise de 1929 n'a entraîné un aussi fort ralentissement de l'activité économique.

---

[57] Concernant les entreprises, en plus du credit crunch s'ajoutent la hausse du coût de leur financement, qui se manifeste par : le renchérissement du coût du crédit bancaire, la hausse des primes de risque exigées par les investisseurs pour souscrire aux émissions obligataires des entreprises et la hausse du coût des fonds propres du fait de la baisse des bourses.

[58] COUDERT Virginie et MIGNON Valérie : « Quelques éléments empiriques sur la crise financière récente », Revue d'économie financière, n°103, octobre 2011, p. 32.

Graphique n°11: Croissance du PIB réel en % de 1950 à 2010



Source : COUDERT Virginie et MIGNON Valérie : « Quelques éléments empiriques sur la crise financière récente », Revue d'économie financière, n°103, octobre 2011, p. 33.

Ce ralentissement de la croissance économique mondiale observé à partir de 2008 résulte d'un retournement brutal et fort de l'activité notamment aux États-Unis et en Europe, provoqué par plusieurs facteurs entrainant un impact négatif sur l'ensemble des composantes du PIB et donc de la croissance économique.

2.2. La baisse de la consommation induite par un effet de richesse négatif

Aux prémices de la crise, les marchés immobiliers et boursiers se sont retournés dans de nombreux pays et notamment aux États-Unis. Ceci a affecté les ménages et aussi les entreprises des pays dans lesquels les effets de richesse sont traditionnellement les plus forts[59]. En particulier, le patrimoine des ménages américains a subi une forte dévalorisation, il a baissé d'environ 10% entre le troisième trimestre 2007 et le troisième trimestre 2008[60].

[59] Ces effets de richesse traduisent l'influence du patrimoine surtout des ménages sur leur consommation. Ils ont été d'autant plus élevés dans les pays où la dévalorisation du patrimoine des ménages a été marquée et où le comportement de ceux-ci est sensible en général aux effets de richesse.

[60] BRICOGNE Jean-Charles, LAPEGUE Vincent, MONSO Olivier: « La crise des subprimes: de la crise financière à la crise économique », Note de conjoncture de Mars 2009, Insee, p. 12.

Cette perte de richesse des ménages a réduit leurs capacités à emprunter et fortement pesé sur la consommation à partir du premier trimestre 2008 du fait d'un « effet de richesse négatif »[61]. Devant la gravité de la situation, le gouvernement américain a mis en œuvre des réductions d'impôt afin de soutenir le revenu des ménages. De ce fait, au premier semestre 2008, l'effet de richesse négatif a été partiellement compensé par une hausse du revenu disponible des ménages. Mais, au troisième trimestre, la consommation américaine a de nouveau fortement baissé[62].

Par ailleurs, cette baisse de la consommation s'est également produite au Royaume-Uni et en Espagne qui, ont pâti des effets de richesse négatifs liés notamment à l'ampleur de la crise immobilière et financière dans ces pays. A contrario, il n'y a pas eu d'effet de la baisse de la richesse des ménages français sur leur consommation en 2008. D'une part, la dépréciation de leurs actifs a été limitée. D'autre part, la consommation française est beaucoup moins sensible aux variations de patrimoine des ménages que la consommation américaine. En 2008, l'effet de la crise s'est fait toutefois sentir à travers ses effets sur l'activité et le revenu disponible des ménages, lequel a stagné au premier trimestre puis diminué au deuxième. Cet effet sur le revenu a été compensé au quatrième trimestre par la diminution des prix à la consommation[63].

En plus de la dégradation de la consommation[64], un autre phénomène préoccupant est le recul de l'investissement. L'investissement privé est traditionnellement un poste de la demande très sensible aux crises par son caractère accélérateur des variations de la demande. Sa chute a été drastique pendant la crise récente.

2.3. Le recul de l'investissement

La dégradation de l'environnement économique s'est notamment traduite par une forte limitation des investissements. En temps de crise, la contraction des débouchés pèse sur les dépenses d'investissement des entreprises. À ces mécanismes habituels, la crise actuelle a ajouté des contraintes financières. En effet, les difficultés éprouvées par le secteur bancaire à

[61] Outre les ménages, les entreprises non financières ont également enregistré aux États-Unis un recul global de 17 % de leurs actifs nets entre la fin 2007 et le deuxième trimestre 2009, dû essentiellement à une chute de la valeur de leurs biens immobiliers ainsi que, dans une moindre mesure, de leurs actifs financiers. Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n°3, Janvier 2010, p. 26.

[62] Cette baisse est imputable à de nouveaux facteurs : restrictions dans l'octroi de crédits à la consommation et dégradation de la confiance face à la montée du chômage.

[63] BRICOGNE Jean-Charles, LAPEGUE Vincent, MONSO Olivier, op. cit., 2009, p. 13.

[64] Pour une large compréhension de ce point, se reporter à l'étude réalisée par l'Insee, Note de conjoncture de Mars 2009, Insee.

partir de l'été 2007 se sont traduites par des restrictions de crédit et par une hausse du coût de financement, ainsi que par le retour de l'aversion pour le risque de la part des prêteurs avec l'amplification de la crise.

La conjonction de ces facteurs semble avoir rendu les entreprises et les ménages plus prudents dans leurs décisions d'investissement. Dans de nombreux pays, les projets d'investissement ont été soit reportés soit abandonnés. Au Japon, par exemple, l'investissement des entreprises a baissé de 15,1% en valeur entre le troisième trimestre de 2008 et le premier trimestre de 2009[65].

Une contraction marquée a également été observée aux États-Unis où la baisse de l'investissement privé non résidentiel en volume atteignait 20% sur un an au deuxième trimestre de 2009[66]. La sur-réaction de l'investissement à la crise semble aussi avoir joué à plein aux États-Unis, en lien cette fois-ci avec une exposition plus forte et plus précoce à la crise financière, qui a pu occasionner des restrictions de crédit bancaire plus marquées que dans d'autres pays.

Ainsi, les effets de richesse négatifs, les difficultés d'accès au financement et de son coût plus élevé traduisant une dégradation de la consommation et de l'investissement ont affecté diversement les différentes économies. Aucune n'a été épargnée par le ralentissement économique. De ce fait, la mondialisation de la crise a généré une spirale récessive par le biais de la baisse de la demande adressée à tous les pays. La demande baissant simultanément dans l'ensemble des pays, a entrainé une contraction brutale et soudaine du commerce international, propageant la crise à l'ensemble de l'économie mondiale.

2.4. L'effondrement du commerce mondial

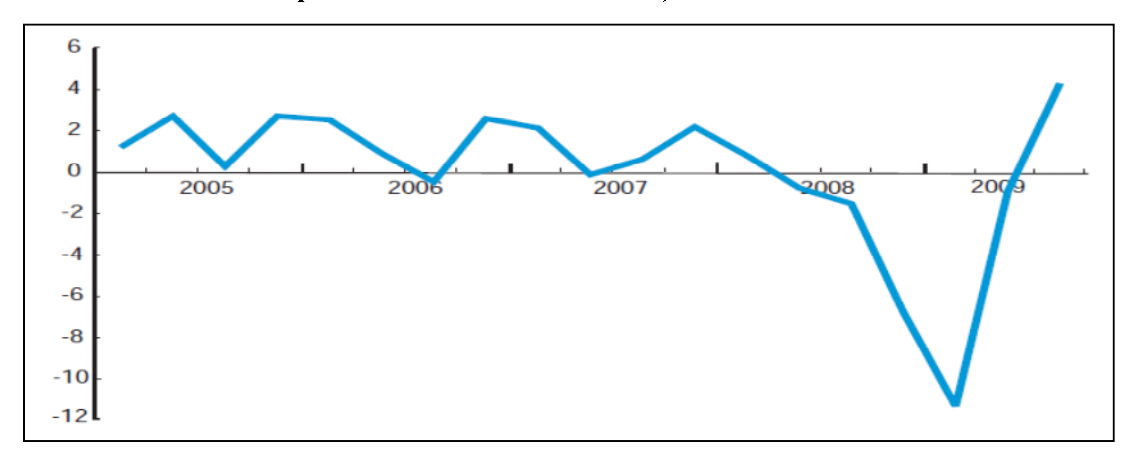
L'impact négatif de la crise sur l'activité se traduit par une demande d'importations plus faible et une contraction du commerce international perceptible dès la fin de l'année 2008 (graphique n°12). La contraction du commerce mondial au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009 est sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale et d'ailleurs plus forte que celle du PIB : sur un an, il a en effet reculé de plus de 10,7 %[67] en termes réels

---

[65] Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n°3, Janvier 2010, p. 31.
[66] Idem, Janvier 2010, p. 31.
[67] REDOULES Olivier: « L'économie mondiale en 2009 : récession synchrone, reprise hétérogène », vue d'ensemble, Insee, p. 14. Tiré du site web : www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ref/ecofra10b.PDF .Date de consultation le: 19/10/2013.

(en volume) dans un épisode désormais appelé « Collapse Great Trade ». En particulier, les échanges internationaux de biens ont reculé de 19% en volume à partir de septembre 2008 pour ne se redresser qu'au deuxième trimestre 2009[68].

Graphique n°12: Evolution du commerce mondial (variations trimestrielles des importations mondiales en %)



Source : « Vue d'ensemble sur l'environnement économique ». Tiré du site web : www.insee.fr › Accueil/Thèmes/Industrie…Date de consultation le : 19/10/2013.

Outre le choc de demande dû à la baisse de l'activité mondiale, cet effondrement peut s'expliquer principalement par ces trois facteurs : les effets de composition, les chaines d'approvisionnement mondiales et surtout par la moindre disponibilité des instruments de financement du commerce. Cette réduction du financement du commerce a été la conséquence de l'assèchement de la liquidité mondiale sur les marchés financiers et de l'augmentation brutale de l'aversion pour le risque qu'ont connu les marchés entre fin 2008 et début 2009.

Cet effondrement se caractérise également par sa dimension mondiale et son niveau élevé de synchronisation entre pays. En janvier 2009, 73% des pays avaient enregistré une forte contraction de leurs exportations (d'au moins 10%)[69]. En effet, cette contraction des échanges

[68] MCKIBBIN Warwick et STOECKEL Andrew: «The Potential Impact of the Global Financial Crisis on World Trade», The World Bank (Poverty Reduction and Economic Management Network International, Trade Department & Development Research Group, Trade and Integration Team), November 2009, p. 12.
[69] Idem, November 2009, p.12.

contribue à propager la crise selon le mécanisme du « multiplicateur du commerce extérieur»[70]. A cet effet, les pays les plus touchés par la contraction du commerce international sont de loin l'Allemagne et le Japon, du fait de la contribution prépondérante des exportations à leur croissance économique et bien que ce facteur puisse aussi représenter un atout en période de reprise.

Ainsi, la contraction des échanges internationaux et sa synchronisation dans tous les pays contribuant à affecter leur croissance, a également été un moteur de la récession.

Les crise financière et économique ont eu également pour conséquence la dégradation des finances publiques dans la plupart des pays du monde pour déboucher sur des niveaux de dettes publiques record. Ces événements se sont transformés par la suite en une crise de la dette souveraine touchant fortement la zone euro (ZE).

3. Crise de la dette souveraine

La crise des dettes souveraines en zone euro constitue le dernier volet de la crise financière mondiale qui a débuté en 2007.

Cette crise provient essentiellement de l'interaction entre le creusement des déficits publics de certains pays membres, les failles de l'organisation de la zone, qui ne garantit plus le financement des déficits publics des pays de la zone et le caractère spéculatif des marchés financiers.

En effet, le ralentissement économique, le jeu des stabilisateurs automatiques et les politiques de soutien au système financier et de relance budgétaire ont contribué à creuser les déficits et à accroître un endettement public[71]. Et cette forte dégradation des finances publiques s'est accompagnée d'interrogations croissantes par les marchés financiers sur la soutenabilité de la dette publique. Elle a également eu pour conséquence de modifier la perception des investisseurs quant à la dette souveraine qui n'est plus considérée, dans certains pays, comme un actif financier exempt de tous risques. Cependant, il existe d'autres raisons propres à

---

[70] L'expression du « multiplicateur du commerce extérieur » désigne un mécanisme par lequel une baisse de l'activité dans un pays diminue, par le canal de la contraction de ses importations, les exportations et donc l'activité de ses partenaires commerciaux. Les importations de ces pays diminuent à leur tour, ce qui réduit les débouchés des autres pays et alimente une spirale baissière. Par ce mécanisme, les pays à l'origine de la crise exportent la crise, ce qui vient modifier la répartition entre les pays du poids de l'ajustement.

[71] En moyenne, dans les pays de l'OCDE, le ratio d'endettement public a augmenté de près de 25 points de PIB entre 2007 et la fin 2010 (plus de 35 points de PIB au Royaume-Uni, 33 au Japon, 32 aux États-Unis et 19 dans la zone euro). Au regard de ces chiffres, on constate que c'est la ZE qui a vu son taux augmenter le moins, et pourtant, c'est elle qui se trouve dans la tourmente dont les raisons sont diverses et nombreuses.

chaque pays dont la crise n'ayant servi en fait que de simple révélateur ou d'amplificateur d'une situation préalable structurellement déséquilibrée dans un certain nombre de pays.
Et cela, a maintenu le doute sur la possibilité que certains pays fassent défaut sur leur dette et ayant nourri la méfiance et la spéculation.

3.1. Dégradation des finances publiques

Pendant la crise économique, les finances publiques ont souffert de la baisse automatique des recettes fiscales induite par la chute de l'activité et de l'augmentation automatique de certaines dépenses. En effet, La plupart des gouvernements et des banques centrales des pays concernés ont, à cet égard, cherché, dans un premier temps, à soutenir leur secteur bancaire et à restaurer le fonctionnement normal des marchés puis, dans un second temps, à mettre en œuvre des politiques de soutien à l'activité économique par des politiques de relance budgétaire et d'assouplissement monétaire.
Donc, Le ralentissement économique, le jeu des stabilisateurs automatiques et les politiques de soutien au système financier et de relance budgétaire ont contribué à creuser les déficits de manière rapide et profonde et à accroître un endettement public déjà conséquent dans un certain nombre d'États.

En Europe, aucun pays appartenant à la ZE n'a pu respecter le pacte de stabilité et de croissance et sa dette publique est passée de 64% à 85% du PIB entre 2007 et 2010[72]. Quant au déficit public, il s'est creusé de 4,3 points de PIB de 2007 à 2010, passant ainsi de 0,6% à 6,3% pendant cette période, et en particulier, il s'est considérablement dégradé dans les pays les plus frappés par la crise, atteignant 11,1% du PIB en Espagne, 13,2 % en Irlande et 15,4% en Grèce en 2010[73].
Dans le monde, la tendance est la même pour les économies développées notamment les pays anglo-saxons comme les États-Unis et le Royaume-Uni qui affichent respectivement un déficit de 11,3% et 10,5% du PIB et une dette publique atteignant les 92% et 78% du PIB en 2010[74].
Il convient de souligner, à cet égard, que les finances publiques se sont moins détériorées dans la ZE que dans les pays anglo-saxons, son déficit public global est inferieur à celui des États-Unis ou du Royaume-Uni. Pourtant, la ZE est plus durement et plus durablement affectée par

[72] RAPHAEL Didier: « Comprendre la dette », éd. Ellipses, Paris, 2011, p. 100.
[73] MATHIEU Catherine et STERDYNIAK Henri: « Finances publiques, sorties de crise », Revue de l'OFCE, n°116, Janvier 2011, p. 10.
[74] Idem, Janvier 2011, p. 10.

la crise et qui se retrouve aujourd'hui confrontée à une crise de la dette souveraine atteignant des niveaux sans précédents, mais cela pour de multiples raisons propres au contexte de la ZE et aux déséquilibres budgétaires de certains pays de la périphérie.

3.2. Les disparités dans la zone euro : Une organisation défaillante

Un autre élément explicatif de la crise de la zone euro réside dans les failles du cadre institutionnel de la construction européenne « le traité de Maastricht », qui a mis en place une monnaie unique à des pays aux structures économiques et sociales très différentes sans développer de budget communautaire. Une politique monétaire unique pour les pays dont les taux de croissance et d'inflation différents structurellement provoque inévitablement des déséquilibres.

Les instances européennes, polarisées depuis la création de l'euro sur le respect du Pacte de Stabilité et de Croissance « PSC » n'ont pas été capables d'impulser une stratégie cohérente dans la zone. Avant même la crise, depuis la création de l'euro, la ZE connaissait une augmentation des disparités entre deux groupes de pays conduisant des stratégies macroéconomiques insoutenables: les pays du Nord qui bridaient leurs salaires et leurs demandes internes, leur permettaient d'engranger des gains de compétitivité et d'accumuler de forts excédents extérieurs, alors que les pays du Sud qui connaissaient une croissance vigoureuse, impulsée par des taux d'intérêt bas relativement au taux de croissance, accumulaient des déficits extérieurs[75].

Ces disparités témoignent de l'impossibilité à maintenir une monnaie unique entre des zones qui ont des taux de croissance et d'inflation différents, qui pratiquent des politiques économiques différentes.

Donc, le cadre de politique économique mis en place par le traité de Maastricht a créé une monnaie unique à des pays aux structures économiques et sociales très différentes et a été incapable d'empêcher le creusement de déséquilibres qui sont devenus insoutenables avec la crise.

[75] En 2007, plusieurs pays de la ZE avaient de larges excédents courants, à l'exemple : Pays-Bas (8,1 % du PIB), Allemagne (7,9 %), Finlande (4,9 %), Belgique (3,5 %) et Autriche (3,3 %), tandis que d'autres avaient de forts déficits : Portugal (-8,5 % du PIB), Espagne (-9,6 %) et Grèce (-12,5 %). Ainsi, les 230 milliards d'euros d'excédent des pays du Nord créent et financent les 180 milliards de déficit des pays méditerranéens. Repris de MATHIEU Catherine et STERDYNIAK Henri, op. cit., 2011, p. 8.

De 1999 à 2007, les marchés ne se sont pas inquiétés du gonflement de ces disparités dans la ZE. En juin 2007, les taux d'intérêt à 10 ans n'allaient, par exemple, que de 4,5% en Allemagne et de 4,65% pour la Grèce et l'Italie, comme le montre le graphique ci-après.

Graphique n°13: Ecarts des taux publics à 10 ans vis-à-vis du taux allemand

Source : MATHIEU Catherine et STERDYNIAK Henri: « Finances publiques, sorties de crise », Revue de l'OFCE, n°116, Janvier 2011, p. 28.

Néanmoins, à partir de 2009, dans un contexte de détérioration des finances publiques, les marchés ont progressivement douté de la solvabilité de certains pays de la ZE et ont pris conscience d'une faille dans l'organisation de la zone, mais aussi du fait que, les gouvernements des autres pays développés ne peuvent pas faire faillite car ils sont toujours en mesure d'être financés par leur banque centrale, alors que les pays de la ZE ont renoncé à cette possibilité. Ils ne peuvent se refinancer auprès de la BCE au nom de l'orthodoxie monétaire qui prévaut dans la zone euro[76]. Du coup, le financement des pays de la ZE dépend des marchés financiers et n'est pas assuré.

De plus, durant la crise, les instances européennes (la Commission, le Conseil, les États membres) ont été incapables de mettre en place des réponses vigoureuses. Leurs réactions ont été timorées, hésitantes et contradictoires. Leur (ou absence de) stratégie n'est pas compatible avec le fonctionnement des marchés financiers, ce qui a d'autant plus aggravé la situation et maintenu le doute sur la solidarité européenne, sur la possibilité que certains pays fassent

[76] La BCE a l'interdiction de refinancer les États (c'est-à-dire de prêter aux États membres) selon l'article 123 du TFUE (traité de fonctionnement de l'union européenne) et la solidarité financière entre les États membres est interdite selon l'article 125 du TFUE.

défaut sur leur dette, elles ont nourri la méfiance et la spéculation. Et cette dernière a pu se déclencher sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Espagne, Irlande, ceux qui avaient connu une forte croissance avant la crise, mais qui devaient changer leur modèle de croissance. La crise financière est donc devenue une crise de la zone euro.

Par ailleurs, outre ces facteurs, c'est la révélation de la fraude sur l'état des finances publiques grecques en décembre 2009, et l'estimation corrigée de la dette réelle du pays nettement supérieure de celle estimée jusque là, qui met le feu aux poudres. Les marchés financiers jugeant la dette réelle du pays trop importante et tout endettement supplémentaire irraisonnable et donc risqué augmentent les taux d'intérêts de manière prohibitive et mettent la Grèce dans un cercle vicieux.

3.3. Manque de transparence et attaques spéculatives

Avant le déclenchement de la crise de la dette de la ZE, au sein de cette dernière régnait la dissimulation et l'absence de transparence, en particulier, en Grèce et dont les révélations ont constitué l'élément déclencheur de la crise.

En effet, c'est la révélation faite par Georges Papandréou au début d'octobre 2009 sur le niveau réel des comptes publics grecs avec une estimation, pour la fin de l'année, d'une dette publique de plus 300 milliards d'euros soit 126,8% du PIB[77], contre une dette de 105% du PIB en 2007, et un déficit public de 15% du PIB, contre 6,4% en 2007 dépassant ainsi largement les critères de Maastricht[78], qui a augmenté l'incertitude des marchés sur la solvabilité de l'État grec et a entrainé une plus grande méfiance sur ses emprunts et donc une hausse des taux d'intérêt ainsi que des CDS qui lui sont rattachés, conduisant le pays dans une grave crise aux effets dévastateurs.

---

[77] RAPHAEL Didier, op. cit., 2011, p. 99 et p. 100.

[78] La Commission européenne demande alors au gouvernement grec de s'expliquer sur ces écarts significatifs. L'explication donnée est :Entre 2001 et 2004, la banque conseil, Goldman Sachs, aurait aidé la Grèce à emprunter discrètement des milliards d'euros à travers des instruments financiers pour dissimuler l'ampleur de sa dette. Lorsqu'un pays vend sa dette au marché, il a la possibilité d'émettre des obligations en euros ou libellées dans une autre monnaie. Pour se couvrir contre le risque de change, il a recours à des instruments financiers notamment les swaps qui consistent à échanger des flux financiers entre deux parties, qui sont généralement des banques ou des institutions financières. L'affaire est illégale aux yeux de la commission européenne, lorsque l'État décide de changer discrètement la parité du taux de change de sa couverture, car cela permet de diminuer artificiellement la valeur de sa dette. Ce marché est resté inaperçu parce qu'il était traité comme un échange de devises plutôt qu'un prêt, ce qui a aidé l'État grec à respecter les règles de déficit imposées par l'Europe, tout en continuant de dépenser au-dessus de ses moyens.
Si les banquiers de Goldman Sachs n'ont pas créé le problème de la dette grecque, ils ont toutefois permis à l'État grec d'emprunter au-delà de ses moyens de manière non transparente.

Ainsi, la méfiance des investisseurs sur la solvabilité de l'État grec a conduit ce dernier à emprunter à des taux plus élevés. Le spread[79] passe ainsi de 300 points en octobre 2009 à 600 points en janvier 2010[80], ce qui fait gonfler d'autant plus le poids de la dette pour l'État grec déjà conséquente avant même la hausse des taux. Plus les taux d'emprunt sont élevés, plus les difficultés de remboursement pour la Grèce s'accroissent. C'est un cercle vicieux qui s'est enclenchée.

En outre, la situation de l'État grec a empiré lorsque les CDS sont devenus des objets de spéculation[81]. Certains fonds spéculatifs ont gagné beaucoup d'argent en pariant sur une explosion du prix des CDS grecs[82], mais les perdants dans l'opération sont l'État grec qui doit payer plus cher son endettement, ce qui fragilise plus encore sa situation budgétaire, et les fonds qui détenaient déjà des titres grecs (qui doivent dévaloriser leur créance, la revendre à bas prix ou la couvrir). De ce fait, la spéculation sur les CDS a provoqué une forte hausse des taux d'intérêt et renchéri d'autant plus le poids de la dette pour l'État grec du fait que le cours des CDS exerce une influence directe sur le rendement des obligations émises par les États. Les taux à 10 ans[83], qui étaient encore à 5,5% début 2010, ont dépassé les 9,7% le 26 mars 2010 et 10,8% le 27 avril 2010 (voir graphique n°13), alors qu'ils restent stables en Allemagne, autour de 3% sur la même période. D'ailleurs, c'est le fait même d'avoir parié sur

---

[79] Le spread d'une obligation est l'écart entre le taux de rentabilité actuariel de l'obligation et celui d'un emprunt sans risque de durée identique. Le spread est d'autant plus faible que la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne. On parlera ici de la différence entre les taux d'emprunt, à court terme et à long terme, de l'État grec par rapport à ceux de l'État allemand.

[80] MATHIEU Catherine et STERDYNIAK Henri, op. cit., 2011, p. 6.

[81] Les institutions financières ont trouvé une nouvelle source de profit en créant le marché des CDS sur les dettes souveraines des grands pays qui est un marché spéculatif, parasitaire et déstabilisant. Il permet de dynamiser le marché des titres publics, qui jadis était relativement inerte. Il donne la possibilité de spéculer à la faillite des États. Ainsi, lorsque le taux d'intérêt appliqué aux CDS varie à la hausse, cela signifie que les investisseurs pensent que le risque qu'un État fasse défaut s'accroit. De plus, le marché des CDS permet à certains opérateurs de gagner de l'argent en vendant des protections (qu'ils pensent n'avoir jamais à assumer), d'autres fonds gagnent de l'argent en achetant des protections.

[82] Sur le marché des CDS, il est possible d'acheter et de vendre des protections contre une faillite d'un État en l'occurrence la Grèce, même si l'on ne détient pas le titre d'emprunt qui va avec. Les fonds spéculent alors soit à la hausse du risque (j'achète une protection à 5 ans pour 2 %, et comme la crainte de défaillance grandit, je peux la revendre deux mois plus tard à 3 %), soit à la faillite effective (donc je toucherai une indemnisation si la Grèce fait faillite, bien que je ne détienne pas de titres de la Grèce), soit pour d'autres à la baisse du risque, soit même à la non-faillite (je fais courir la rumeur que la Grèce va faire faillite, mais je n'y crois pas moi-même, et je vends par conséquent une protection que je n'aurai jamais à verser). Suite à ces hypothèses spéculatives, la Grèce et même d'autres pays, ont subi de lourdes conséquences qui se sont traduites par l'insoutenabilité de leur dette.

[83] Un pays peut avoir une dette publique soutenable tant que les marchés acceptent de lui prêter à 3 % de taux d'intérêt, la dette devient insoutenable si les marchés demandent 10 %, car le pays doit dégager un fort excédent primaire (hors charges d'intérêt) en baissant ses dépenses publiques et en augmentant ses impôts. Ceci fait chuter sa croissance, réduit ses rentrées fiscales et peut paradoxalement conduire à une hausse de son ratio de dette publique.

un risque de défaut de la Grèce qui aurait pu provoquer ce risque (la faillite) via l'envolée des taux d'intérêt.

Cette spéculation a donc été un facteur aggravant de la crise de la dette souveraine, en particulier de la crise grecque. Mais pas seulement, il existe cependant d'autres raisons qui ont accentué la méfiance des investisseurs sur la solvabilité de l'État grec et attisé les pressions spéculatives.

En effet, cette spéculation a été facilitée par le jeu des agences de notation qui ont déclaré risquées les dettes des pays du Sud de la zone alors même que le scenario où un pays de la ZE ferait défaut n'avait a priori qu'une probabilité très faible. Ce sont les agences de notation elles-mêmes qui ont renforcé cette probabilité[84].

Face aux dégradations successives des agences de notation, la dette grecque n'aurait plus été accepté comme collatéral, ce qui aurait incité d'autant plus les investisseurs à se débarrasser des titres grecs ou à ne plus les acquérir. Et les investisseurs qui ont perdu de l'argent sur les titres grecs sont échaudés, sans attendre ils vendent leurs titres irlandais, espagnols, portugais, voire même italiens, belges ou français. La crise est donc devenue contagieuse. (L'annexe n°5 démontre la contagion de la crise de la dette souveraine entre les pays membres de la ZE).

Section 3 : Réponses apportées à la crise par les autorités publiques

L'ampleur de la crise financière et de la récession mais aussi de la crise de la dette souveraine qui a suivi a suscité de promptes réponses de la part des autorités publiques. Ainsi que nous l'avons vu, ces dernières avaient d'autant plus de raisons d'être inquiètes que le fort ralentissement découlait d'une crise bancaire. De plus, comme il touchait simultanément une grande partie de l'économie mondiale, la nécessité d'agir de concert n'en apparaissait que plus clairement.

Ainsi, les gouvernements et les banquiers centraux se retrouvent en première ligne. L'idée d'une autorégulation du système économique est battue en brèche, tant les conséquences financières et économiques sont d'une ampleur que l'on n'avait pas imaginée. Les plus rapides à réagir ont été les pays anglo-saxons, pourtant défenseurs d'une liberté emblématique des marchés et de leurs acteurs.

---

[84] Plus la note d'un pays est dégradée, plus important est son risque de défaut et donc plus élevée sera sa prime de risque. La Grèce a vu de décembre 2009 jusqu'à juin 2010, la note de ses emprunts dégradée à plusieurs reprises, les faisant ainsi passer de qualité de type « moyenne » à « spéculatif », et cela a augmenté les taux d'intérêt sur le marché.

De manière plus générale, la quasi-totalité des pays de l'OCDE a décidé de piloter des plans de sauvetage des secteurs financiers et de l'économie. Ces pays ont opté pour une formule combinant un sauvetage financier inconditionnel à une relance budgétaire plus ou moins libérale.

Pour conclure ce chapitre, nous examinerons succinctement les réponses apportées à la crise par les gouvernements et les banques centrales. Il s'agit d'un compte-rendu concis de la manière dont les autorités publiques ont fait face à l'épreuve des défis lancés par le désordre financier de 2007 et de ce qui découle.

1. Les mesures de soutien au secteur financier

Au cours de la crise, nous avons assisté à une inflexion sensible des politiques publiques vis-à-vis des institutions financières et des marchés. Jusque-là exclusivement orientées vers l'apport de liquidité, les interventions publiques visent aussi, à soutenir le financement et les fonds propres des banques. En effet, le soutien au secteur bancaire était une nécessité primordiale pour assainir le bilan des banques en isolant et évaluant les actifs toxiques, les recapitaliser, les nationaliser et élaborer de nouvelles normes de fonctionnement[85].

La taille des interventions varie considérablement d'un pays à l'autre. Les aides sont plus grandes dans les pays où le secteur financier prend une place plus importante par rapport à l'économie réelle comme aux États-Unis.

1.1. Les mesures de soutien à la liquidité

L'une des conséquences fatidiques de la crise financière a été en premier lieu l'apparition d'un problème de liquidité sur le marché interbancaire où les titres obligataires émis par les banques leur permettent de constituer des garanties pour emprunter aux autres banques.
Mais ce mécanisme n'a plus fonctionné et a gelé les opérations de prêts et d'emprunts lorsque les titres en question perdaient de la valeur.
Dès lors, plusieurs solutions ont été envisagées et des initiatives ont été prises aussi bien par les banques centrales que par les gouvernements afin de rétablir la confiance sur les marchés monétaires.

[85] Il est plausible que les politiques mises en place depuis 2007 aient permis de restaurer le fonctionnement normal des marchés et de soutenir les banques, mais elles ne semblent pas avoir été en mesure de fournir un socle adéquat à une croissance durable.

1.1.1. Injection immédiate et massive de liquidité

Lorsque la crise a éclaté début août 2007, la réaction a été immédiate et violente sur les marchés interbancaires, qui s'est traduite par une hausse des taux interbancaires à trois mois. L'augmentation du spread entre le Libor US et le taux Overnight Interest Swap (OIS), à une maturité de 3 mois est le plus emblématique à cet égard (le spread BOR-OIS).

Face ces difficultés, révélatrices d'une réticence des banques à se prêter entre elles, les banques centrales sont massivement intervenues pour accorder des liquidités, espérant ainsi réduire les tensions sur le marché monétaire et restaurer la confiance. Ces interventions peuvent être résumées comme suit :

La Fed réagit immédiatement en offrant plus de liquidité via :

- les opérations d'Open Market « OMO » qui se sont élevées à prés de 102 milliards de dollars ;
- les opérations de « Discount Window[86]», avec environ 6,3 milliards de dollars empruntés[87].
- la « Term Auction Credit Facility » (TAF). Il s'agit de prêter aux banques en acceptant comme collatéraux[88] une gamme d'actifs très large. Ce sont des conditions identiques à celles de la Discount Window. L'innovation réside dans un accès anonyme à la facilité, pour une durée fixe (28 jours) et un montant important. Une enchère de 30 milliards de dollars a lieu toutes les 2 semaines, donc il est prévu d'apporter au marché 60 milliards de dollars de liquidité de façon permanente, contre 3 milliards de dollars au maximum via la Discount Window[89].
- la « Term Securities Lending Facility » (TSLF), la déclinaison de la SLF. Le processus prend la forme d'une enchère hebdomadaire, réservée aux primary dealers, qui permet d'échanger pendant 28 jours auprès de la Fed des titres variés contre des

[86]La Discount Window : est un instrument de la politique monétaire (généralement contrôlée par les banques centrales) qui permet aux établissements admissibles à emprunter de l'argent de la banque centrale, généralement sur une base à court terme, pour répondre à des pénuries temporaires de liquidités provoqués par des perturbations internes ou externes. Le terme provient de la pratique de l'envoi d'un représentant de la banque à une fenêtre de caissier de banque de réserve quand une banque a dû emprunter de l'argent.

[87] BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI Guillaume: « Les banques centrales face à la crise », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p. 9.

[88] Un collatéral est un actif transférable ou une garantie apportée, servant de gage au remboursement d'un prêt dans le cas où le bénéficiaire de ce dernier ne pourrait pas satisfaire ses obligations de paiement

[89] BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI Guillaume, op. cit., 2009, p. 11.

bons du Trésor[90]. Le montant maximal d'engagement prévu par la Fed a été de 200 milliards de dollars.

- la « Primary Dealer Credit Facility » (PDCF). Le montant des fonds empruntés atteint 13,4 milliards de dollars la semaine suivant sa création, puis 30,2 milliards de dollars en moyenne durant le mois d'avril 2008.
- la TAF aménagée qui consiste dans le rallongement de maturité de 84 jours (28 auparavant) lancé le 30 juillet 2008 et l'encours permanent de liquidité prêtée par la Fed via la TAF s'élève ainsi à 150 milliards de dollars[91].

Parallèlement, la BCE a agi immédiatement dans les premiers jours de la crise, elle a procédé à :

- une injection exceptionnelle de 95 milliards d'euros à un jour (montant le plus élevé depuis la création de la BCE)[92]. Et peu à peu, la BCE a substitué de la liquidité à 3 et 6 mois (LTRO) à de la liquidité à 7 jours (MRO).
- une augmentation du montant des prêts qu'elle accorde à 3 mois par ses opérations LTRO, et ce à la demande des banques, dans un contexte d'incertitude croissante et de tension des taux Euribor. Elle y a proposé au total 115 milliards d'euros en plus des 150 réguliers[93].

En ce qui concerne la BCE, on remarque qu'elle a moins intervenu contrairement à la Fed, puisqu'elle se caractérise par la souplesse de son cadre d'action, la large gamme des collatéraux éligibles et l'accès universel des banques aux opérations de refinancement, ce qui lui a permis d'adapter sa politique sans avoir besoin de créer de nouveaux outils. A cet effet, la BCE s'est contentée de changer la structure par échéance des opérations de refinancement en favorisant les opérations à plus long terme (à trois ou six mois) aux dépends des opérations principales de refinancement (à une semaine) et d'élargir la gamme des collatéraux suite à l'intensification de la crise de septembre à octobre 2008.

Fin 2008, l'encours de toutes les opérations à plus long terme (ORPLT, opérations de refinancement à plus long terme, opérations de refinancement à plus long terme

[90] A sa création, la TSLF permet un échange non seulement de titres de dette du Trésor et des GSE mais aussi de titres de dette privée notés AAA/Aaa (RMBS, CDO et ABS), contre des bons du Trésor contrairement à la SLF qui ne permettaient d'échanger que les titres du Trésor de maturités différentes. Le taux d'intérêt est déterminé par l'enchère.

[91] BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI Guillaume, op. cit., 2009, p. 15.

[92] Idem, 2009, p. 32.

[93] Idem, 2009, p. 33.

supplémentaires et opérations de refinancement spéciales) s'établit à 617 milliards d'euros, soit la part la plus importante du refinancement jamais accordé par la BCE au système bancaire[94]. (Pour une large description chronologique des mesures prises par la BCE et la Fed, se reporter à l'annexe n°6).

Par ailleurs, la Banque d'Angleterre a eu recours à une grande diversité d'instruments :

- ajout d'opérations d'injection de liquidités en fonction des besoins des banques ;
- refinancement à long terme, élargissement du collatéral accepté en garantie mais aussi élargissement des contreparties éligibles aux opérations de refinancement ;
- augmentation des prêts de bons du Trésor aux banques commerciales, modifications des systèmes de réserves obligatoires et de facilités de dépôt ;
- enfin, elle a effectué des allocations supérieures au montant initialement prévu lors d'opérations de refinancement.

1.1.2. Les accords de fourniture de liquidité en devises

Outre l'injection de la liquidité en monnaie locale, les banques centrales ont également mené des actions de coopération renforcée en faveur de la fourniture de liquidité en devises. Le refinancement des banques à moins d'un an en devises a ainsi été facilité par la mise en place d'accords réciproques de fourniture de liquidité entre banques centrales. Ces accords dits accords de « swap de change »[95] ont notamment été mis en place pour fournir de la liquidité en dollars mais également en euros, en francs suisses ou en d'autres monnaies.

Grâce à ces accords de swap avec la Fed[96], la BCE alloue ainsi des liquidités en dollars aux banques de la ZE pour des durées de 1 jour à 3 mois, dans le cadre d'opérations de la TAF. Il s'agit en fait d'étendre la TAF aux banques étrangères car les besoins de refinancement en dollars des banques étrangères, européennes surtout, ne sont plus assurés par les banques américaines.

De plus, à partir de septembre 2008 avec l'intensification de la crise, les lignes de swap sont étendues à l'ensemble des grandes banques centrales notamment canadienne, australienne,

[94] BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI Guillaume, op. cit., 2009, p. 19.

[95] Selon un mécanisme de swap de change, une banque centrale par exemple la Fed met à disposition d'autres banques centrales une ligne de crédit en dollars, en échange de laquelle elle dispose d'un équivalent dans la monnaie de la banque centrale considérée (par exemple l'euro pour la BCE). La banque centrale qui bénéficie de cet accord peut tirer sur cette ligne pour un montant illimité ou pour un montant maximal fixé, pour répondre aux besoins de refinancement en dollars exprimés par les banques commerciales relevant de son ressort. Le prix de la liquidité dollar correspond ensuite au taux appliqué par cette banque centrale aux banques locales qui sont contreparties à ces opérations.

[96] Le 27 décembre 2007, la Fed met en place avec d'autres banques centrales européennes (BCE et Banque Nationale Suisse, BNS) des opérations de swap de change.

néozélandaise, japonaise et aussi aux banques centrales des pays émergents (Brésil, Mexique, Corée, Singapour).

Les montants concernés ont aussi progressivement augmentés. Ils deviennent illimités pour la BCE, BNS (Banque Nationale de Suisse), BOE (Banque d'Angleterre) et BOJ (Banque Japonaise) le 6 octobre 2008. Ainsi, l'encours estimé passe de 58 à 502 milliards de dollars entre début septembre et fin octobre 2008[97].

Toutes ces mesures de soutien prises visant à injecter des volumes considérables dans le circuit bancaire ne sont pas parvenues à endiguer le risque. Ces dispositions ne traitent au fait que la crise de liquidité, mais pas le problème fondamental des créances douteuses. Les gouvernements se sont alors aperçus que l'intervention des banques centrales ne suffisait pas à prévenir la faillite des banques qui, non seulement, manquaient de liquidités mais également de capital. Pour cela, les États ont utilisé d'autres mesures voisines pour sauver le système bancaire, à l'instar du plan étatique qui concerne le rachat des actifs toxiques comptabilisés dans le portefeuille des banques.

1.2. Rachat et cantonnement d'actifs toxiques

Une autre initiative a été envisagée pour éviter la faillite du système bancaire consiste à racheter des obligations privées émises par les banques de second rang de façon à débarrasser leurs bilans des actifs toxiques. Cette solution fut envisagée un temps aux États-Unis. Ainsi, le plan de sauvetage du système financier américain proposé par le secrétaire d'État au Trésor, Henry Paulson, et baptisé « Loi sur la stabilisation économique d'urgence de 2008 », prévoyait initialement le rachat des actifs dépréciés détenus par les institutions financières mises à mal par la crise des prêts immobiliers à risque, pour un montant de 700 milliards de dollars[98].

Par ailleurs, d'autres pays ont choisi une démarche différente qui consiste à créer une ou plusieurs « bad banks »[99] pour externaliser ces actifs douteux des bilans des banques dans une technique connue sous le nom de « cantonnement d'actifs ».

[97] BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI Guillaume, op. cit., 2009, p. 19.
[98] AGLIETTA Michel : « La crise : les voies de sortie », éd. Michalon, Paris, 2010, p. 73.
[99] Bad bank ou structure de défaisance : est une entité juridique chargée d'isoler des actifs financiers d'une entreprise ou d'un secteur par le biais d'une opération de défaisance. Cette dernière est une technique financière d'origine américaine qui permet de faire sortir du bilan des créances à haut risque ou des créances compromises et de les transmettre à un tiers (notamment une bad bank).

Des modalités différentes de mise en œuvre distinguent ces structures de cantonnement selon les pays. En octobre 2008, une structure de défaisance appelée « stabfund » a été mise en place en Suisse pour aider UBS, la banque suisse la plus touchée en Europe par la crise du crédit (avec près de 48 milliards de dollars de pertes et de dépréciations)[100].

Ensuite, les 3 et 10 juillet 2009, l'Allemagne a adopté la loi sur les bad banks visant à relancer le crédit et encourager la consolidation des banques régionales.

En août, puis en septembre 2009, le gouvernement irlandais a présenté les principaux points de son projet de loi sur la création d'une structure publique de cantonnement notamment une bad bank nommée « National Asset Management Company » (NAMA)[101], afin de retirer du bilan des banques les actifs toxiques hérités du boom immobilier qu'a connu l'Irlande avec la crise. Adopté mi-septembre 2009, le dispositif prévoit une enveloppe de 54 milliards d'euros (la structure créée reprend des prêts représentant une valeur nominale de 77 milliards avec une décote de 30%)[102].

1.3. Nationalisations et recapitalisations des banques

Le plan anti-crise prévoyait également que les États renforcent les fonds propres des banques en souscrivant des titres émis par les banques et en intervenant le cas échéant en capital dans une banque qui serait en difficulté. A cet effet, les pays ont utilisé diverses modalités d'intervention. Un ensemble de nationalisations, de quasi-nationalisations et de recapitalisations ont marqué le paysage bancaire notamment aux États-Unis et en Europe.

Aux États-Unis, plusieurs institutions occupant une place majeure dans le système bancaire ont été nationalisées comme par exemple : Bear Stearns, Freddie Mac et Fannie Mae et aussi l'assureur mondial AIG au cours de l'année 2008.

Les risques systémiques étant trop grands, la Fed décide alors le 14 mars 2008, d'accorder une facilité de prêt à Bear Stearns, pour éviter la faillite de l'une des joyaux de la finance new-

---

[100] Cette structure qui est gérée par la Banque Nationale Suisse, a récupéré jusqu'à 60 milliards de dollars d'actifs risqués et l'État est entré au capital de la banque, à hauteur de 9 %. En effet, la Confédération avait apporté 6 milliards de francs suisses à UBS, sous forme d'obligations convertibles en octobre 2008. Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 3, Janvier 2010, p. 72.

[101] Il s'agit d'un programme classique de bad bank, avec une structure de défaisance centrale vers laquelle sont transférés les actifs douteux et en échange de ceux-ci, les banques reçoivent des obligations émises par la NAMA garanties par l'État. L'opération permet donc aux banques d'améliorer leur profil de liquidité. Une fois ces actifs transférés, ils disparaissent de leur bilan et deviennent propriété de la NAMA, qui est entièrement responsable de leur gestion. Les pertes éventuelles sont donc supportées in fine par le gouvernement. En cela, ce projet diffère du dispositif allemand qui prévoit que chaque institution financière pourra créer sa propre structure de défaisance, et où les pertes finales seront absorbées par les actionnaires des banques et non par l'État. Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 3, Janvier 2010, p. 72.

[102] Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 3, Janvier 2010, p. 72.

yorkaise, qui s'engage à reprendre les actifs les moins liquides de cette banque à hauteur de 30 milliards de dollars. Fin mars, Bear Stearns a toutefois été racheté par JP-Morgan.

Mais pas seulement, la Fed a également intervenu en faveur d'autres institutions à l'instar des deux mastodontes du crédit immobilier américain, Freddie Mac et Fannie Mae. Les deux GSE jouant un rôle clé dans le refinancement du crédit ont été nationalisées, le 7 septembre 2008, à 80% en contrepartie d'un apport de 100 milliards de dollars pour chacune[103]. De plus, pour les aider encore, la Fed achète à partir du mois d'octobre sur le marché secondaire de la dette à court terme de Fannie Mae et Freddie Mac. Ainsi, entre septembre 2008 et janvier 2009, le montant de dette des GSE inscrit au bilan de la Fed va passer de zéro à près de 24 milliards de dollars[104].

Par ailleurs, le Trésor et la Fed sauvent également AIG qui était au bord de la faillite dans la nuit du mardi 16 au mercredi 17 septembre. Pour éviter une aggravation de la crise, La Fed ouvre alors une facilité de prêt à AIG, avec 85 milliards de dollars. Le prêt est collatéralisé avec l'ensemble des actifs de AIG et dont le remboursement du prêt[105] est assuré par des cessions d'actifs. En contrepartie de ce prêt, le Trésor recevra à terme 80% du capital en action préférentielle (les anciens actionnaires étant dilués).

De plus, la Fed a continué à agir en conjonction avec le Trésor et la Federal Deposit Insurance Corporation[106] pour stabiliser le système bancaire américain en garantissant le 24 novembre 2008 pour 300 milliards de dollars d'actifs de Citigroup liés aux crédits hypothécaires garantis, et le 16 janvier 2009 c'est 118 milliards de dollars pour Bank of America[107].

Parallèlement, le Royaume-Uni a également nationalisé ses huit plus grandes banques, dont la Northern Rock, qui est l'illustration de la crise et de la nécessité d'agir des banquiers centraux. En effet, dès février 2008, le gouvernement britannique a placé cette importante banque spécialisée dans les crédits immobiliers, menacée de faillite, sous contrôle public. Aussi, en octobre 2008, le gouvernement a injecté 37 milliards de livres sterling de capital directement dans les grandes banques (Bradford & Bingley, Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB et HBOS)[108]. Puis, le gouvernement est entré ou monté dans leur capital successivement.

[103] BEN HAMMOUDA Hakim, BCHIR Hédi, SADNI JALLAB Mustapha, op. cit., 2009, p. 48.
[104] BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI Guillaume, op. cit., 2009, p. 20.
[105] Le prêt a été accordé au taux d'intérêt Libor 3 mois +850 pb (soit au moment de la création plus de 11%). Mais, cette facilité était jugée trop pénalisante et a été donc restructurée le 10 novembre 2008. Le taux d'intérêt était ramené à Libor 3-mois +300 pb.
[106] La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) est une agence fédérale américaine dont la principale responsabilité est de garantir les dépôts bancaires faits aux États-Unis jusqu'à concurrence de 250 000 dollars.
[107] BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI, op. cit., 2009, p. 20.
[108] Idem, 2009, p. 28.

En même temps, les autres pays industrialisés ont apporté des liquidités aux banques en entrant dans leur capital. Dans certains cas, cette initiative est apparue comme une quasi-nationalisation ou une recapitalisation de fait. En septembre 2008, la France, la Belgique et le Luxembourg par exemple, ont injecté 6,4 milliards d'euros dans le bancassureur franco-belge Dexia[109].

Par ailleurs, en France, une structure de recapitalisation a été créée pour entrer dans le capital des banques, en l'occurrence la SPPE (Société de Prise de Participation de l'État)[110] qui, a titre d'exemple, a engagé une opération en octobre 2008 pour un montant de 10,5 milliards d'euros en souscrivant des titres super-subordonnés (TSS) émis par les six principales banques françaises (notamment le crédit agricole, BNP Paribas et la société générale…)[111].

Outre ces mesures prises, les banques centrales ont également procédé à des baisses de taux massives et rapides, pour tenir compte des risques de contagion que le blocage des systèmes bancaires faisait courir à l'économie réelle.

1.4. Une politique de baisse massive et concertée des taux

C'est l'effondrement boursier déclenché en septembre-octobre 2008 par les défaillances successives des principales banques d'affaires qui a incité les banques centrales, désormais convaincues des risques de contraction sévère de l'activité économique dans tous les pays développés, à assouplir rapidement et massivement leur politique monétaire en utilisant à plein leur principal instrument (taux directeur). Ainsi, la Fed avec la BCE, la BNS, la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre mais également la Banque de Suède ont procédé à la première baisse de taux concertée de l'histoire (-50 Pdb) le 8 octobre 2008 (graphique n°14). Ce jour là, la BCE l'abaissa de 4,25% à 3,25%, la Réserve Fédérale de 2% à 1%, le Royaume-Uni de 5% à 4%. Et même la chine concéda une baisse de 7,20% à 6,93%[112].

Ces baisses de taux, le même jour, par plusieurs banques centrales avait une valeur symbolique en envoyant un signal aux marchés monétaires en réduisant le coût du

[109] C'est les autorités belges et françaises qui détiennent la part la plus importante. Elles sont alors devenues de facto propriétaires de Dexia, la part de l'État français s'élevant à plus de 25 % ce qui constitue une minorité de blocage. Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 3, Janvier 2010, p. 68.

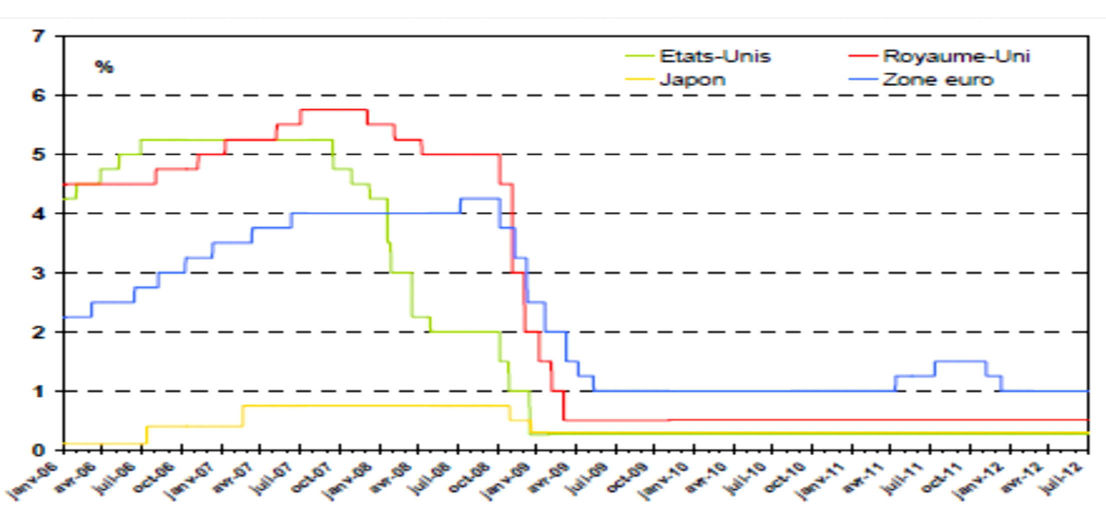
[110] La Société de Prise de Participation de l'État (SPPE) a été créée avec un plafond de prise de participation prévu par la loi d'octobre 2008 qui s'élevait à 40 milliards d'euros, mais en accord avec la Commission européenne il a été réduit à 23,95 milliards d'euros[110].

[111] Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 3, Janvier 2010, p. 66.

[112] SAND-ZANTMAN Alain et DUFRENOT Gilles, op. cit., 2010, p. 73.

refinancement des banques commerciales, afin que ces dernières puissent emprunter aux banques centrales les liquidités qu'elles vont ensuite prêter au secteur privé.

Graphique n°14: Evolution des principaux taux directeurs (en %)



Source : Autorité des marchés financiers, DRAI-Département des études, lettre économique et financière, printemps 2010, p. 1.

Cependant, cette politique concertée de baisse a été précédée et suivie par d'autres baisses de taux directeur parfois à un niveau historique. La Fed par exemple, entre septembre 2007 et décembre 2008, a ramené son taux directeur de 5,25% à une fourchette de 0%-0,25%, soit un plus bas historique. Le même mouvement de baisse massive est suivi par les autres banques centrales : la Banque d'Angleterre diminue son taux directeur de 525 pdb entre décembre 2007 et mars 2009, tandis que la Banque du Japon réduit son taux de 0,5% à 0,1% entre les mois de septembre et décembre 2008. La BCE entame, quant à elle, une baisse de son taux directeur de septembre 2008 à mai 2009, qui passe de 4,25% à 1%, soit le taux le plus bas depuis 1999, date de sa création[113].

Cependant, la seule baisse des taux s'est vite révélée insuffisante pour faire face à l'aggravation de la crise et la profondeur de la récession. Cette baisse butait inévitablement sur sa borne inférieure dans une situation que les économistes qualifient de « trappe à liquidité », et dans une telle situation, les outils d'intervention des banques centrales sont

[113] BESSON Benoît et NGUYEN Benoît, op. cit., 2010, p. 77.

devenus inefficaces[114]. Mais les banques centrales ne sont toutefois pas démunies. Elles ont recours aussi à un ensemble de mesures dites « non conventionnelles » caractéristiques d'une politique monétaire d'assouplissement quantitatif ou d'assouplissement des conditions de crédit.

1.5. L'utilisation du bilan de la banque centrale : Quantitative easing et credit easing

Les banques centrales peuvent notamment utiliser la composition et la taille de leur bilan en recourant dans ce cas à des mesures non conventionnelles, qui visent respectivement à :

- augmenter massivement la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. On parle alors de « quantitative easing » (assouplissement quantitatif), ce qui correspond à une utilisation du passif de la banque centrale;
- débloquer les marchés de crédit en achetant directement des titres sur ces marchés afin de peser sur les primes de risque. On parle dans ce cas de « credit easing » (assouplissement des conditions de crédit), et qui correspond à une utilisation de l'actif de la banque[115].

Pratiquement, les banques centrales ont mis en place deux types de mesures non conventionnelles[116] : des opérations de financement et des opérations d'achat direct de titres. Les autorités monétaires prennent ainsi acte de l'arrêt des mécanismes de financement intermédié ou non en prenant le relais des banques et des marchés.

La Fed par exemple, à acheter des actifs allant des obligations d'État (reconstituant son encours traditionnel, détenu au titre de la politique monétaire) à des titres adossés à des créances hypothécaires de très longue durée. (L'annexe n°5 récapitule toutes les interventions non conventionnelles de la Fed).

L'Eurosystème a également lancé un programme d'achat d'obligations sécurisées (Covered Bonds) de 60 milliards d'euros, dont l'émission est une source de refinancement importante

---

[114] Lorsque les taux d'intérêt avoisinent 0%, l'intervention des banques centrales devient inefficace, car elles ne peuvent plus influencer le coût de refinancement des banques de second rang pour accroître la liquidité su système bancaire (puisque les taux sont déjà à zéro).

[115] Il existe, cependant, une autre catégorie de mesures non conventionnelles qui consiste à agir sur la pente de la courbe des taux en s'engageant sur la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents. Il s'agit de communiquer par la banque centrale la trajectoire des taux d'intérêt en précisant une durée pendant laquelle les taux resteront bas, de manière conditionnelle ou inconditionnelle, liée alors à l'amélioration d'indicateurs économiques.

[116] En fait, le caractère non conventionnel réside à la fois dans la nature des actifs qu'elles achètent et aussi qu'elles injectent de la liquidité directement dans les entreprises à travers l'achat de papiers commerciaux (sans que celles-ci aient à se financer auprès des banques commerciales).

des banques principalement pour le secteur immobilier[117]. De son côté, la Banque d'Angleterre a engagé un programme d'achat d'actifs : l'enveloppe prévue, qui a été réévaluée, est de 200 milliards de livres, les actifs éligibles doivent avoir une maturité minimum de 5 ans, qui a été abaissée à 3 ans ensuite (août 2009)[118]. (L'annexe n°6 reprend les principales mesures non conventionnelles prises par l'Eurosystème).

Par ailleurs, la régulation de la crise n'a pas concerné uniquement le secteur financier mais également l'économie réelle. Compte tenu des risques de très forte contraction de l'activité économique, les relances économiques ne sont venues qu'après le traitement de la crise financière. L'aggravation de la crise à partir de 2008 a incité les États à recourir activement à l'arme budgétaire.

2. Les principales mesures de réaction à la crise pour soutenir l'économie réelle

Les autorités budgétaires n'ont pas été en reste et ont fait preuve d'une réactivité voire d'un activisme qui peuvent être observés à travers les orientations affichées par les gouvernements des principaux pays. Ils ont mobilisé dans une orientation résolument expansionniste de la politique budgétaire, tous les outils disponibles. Non seulement les stabilisateurs automatiques budgétaires ont été laissés libres de jouer pleinement leur rôle d'amortisseur, la plupart des gouvernements des pays développés ont mis en œuvre des plans de relance budgétaire d'ampleur.

Cependant, ces plans étaient variables selon les pays et peu ou pas coordonnés. Le lancement, la durée et le contenu de ces plans de relance budgétaire ont ainsi varié sensiblement d'un pays à l'autre. Dans ce qui suit, on essayera d'établir un compte-rendu concis des principaux plans de relance budgétaire, en s'intéressant particulièrement à ceux adoptés par les principaux pays développés.

2.1. Le plan de relance des États-Unis

Les États-Unis ont adopté le plan le plus ambitieux des pays développés. Un premier plan de relance « Stimulus Economic Act of 2008 » de 168 milliards de dollars sur deux ans est voté le 13 février 2008. Les mesures visent principalement les ménages qui reçoivent un remboursement d'impôt d'un montant compris entre 300 et 600 dollars pour les célibataires et entre 600 et 1 200 dollars pour les couples mariés, auquel s'ajoutent 300 dollars par enfant à

[117] Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 3, Janvier 2010, p. 55.
[118] Idem, Janvier 2010, p. 55.

charge. Les entreprises bénéficient également de mesures exceptionnelles par le biais d'un amortissement fiscal accéléré et du relèvement du plafond de déductibilité des achats réalisés en 2008.

Cependant, si ce plan de 2008 a soutenu les ménages pendant quelques mois, l'impact a été limité dans le temps. Pour cela, un autre de grande ampleur est mis en place, « l'American Recovery and Reinvestment Act of 2009 », voté le 14 février 2009 par le Congrès américain à la suite de discussions animées opposant les républicains et les démocrates au Sénat. Son adoption rapide semblait nécessaire en raison de la situation critique que traversait l'économie américaine[119]. Le montant sur lequel les membres du Congrès se sont finalement mis d'accord est de 787 milliards de dollars, soit 5,6% du PIB. Le plan est principalement concentré sur trois ans : l'impact sur le déficit budgétaire est évalué à 184 milliards de dollars sur l'année 2009, 399 milliards sur 2010 et 134 milliards sur 2011[120].

Ce plan est un mélange de mesures visant à la fois à soutenir la demande à court et moyen termes et à améliorer la qualité de l'offre à plus long terme. Sur les 787 milliards de dollars, 27% sont consacrés à des allégements fiscaux[121] consentis au secteur privé et 63% correspondent à des dépenses publiques (réparties à moitié entre des dépenses d'infrastructures et des dépenses liées au traitement social du chômage). Des mesures d'aide aux collectivités locales et aux États sont également décidées afin d'éviter que ces derniers ne réduisent leurs investissements.

2.2. Le plan de relance du Japon

Le Japon qui a été fortement frappé par l'effondrement du commerce mondial, effondrement amplifié par une vive appréciation du yen au cours du second semestre 2008, a subi de lourdes conséquences sur sa croissance économique principalement tirée par les exportations. De ce fait, il a affiché sa volonté d'utiliser la politique budgétaire pour relancer l'économie.

Le Japon a déjà annoncé quatre plans de relance depuis le début de la crise d'un montant global de 27 trillions de yens (206 milliards d'euros, soit 5% du PIB). Le dernier en date,

[119] Au dernier trimestre 2008, l'économie américaine s'était contractée de 3,8% et le taux de chômage avait grimpé à 7,2%.

[120] BLOT Christophe, CREEL Jérôme, RIFFLART Christine et SCHWEISGUTH Danielle: « Petit manuel de stratégies de sortie de crise : comment rebondir pour éviter l'enlisement ? », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p. 40.

[121] Les mesures d'allégements fiscaux concernent les ménages, aussi bien que les entreprises (déductions fiscales essentiellement).

dévoilé le 10 avril 2009, prévoit un montant de dépenses supérieur aux trois précédents qui s'élèvent à 15 trillions de yens[122].

Le plan a pour ambition de soutenir à la fois les entreprises et les ménages, principales victimes de la crise. L'aide aux ménages est destinée à la revalorisation des allocations familiales, au soutien à l'emploi et au logement des travailleurs ou encore à la baisse des péages autoroutiers. Ces mesures de soutien au marché de l'emploi devaient selon le gouvernement permettre de créer 400 000 à 500 000 emplois et une enveloppe de 3 trillions de yens (22 milliards d'euros) est destinée à aider les chômeurs à faire face à leurs dépenses en logement, à promouvoir le partage du travail par le biais de subventions aux entreprises et à créer des emplois au niveau régional.

De plus, les entreprises qui souffrent à la fois d'une forte chute de la demande et de contraintes de liquidités, pour leur faciliter l'accès au crédit, le gouvernement propose une garantie sur les prêts aux petites entreprises et étend les prêts aux grandes entreprises accordés par la Development Bank of Japan.

Le dernier plan prévoit une enveloppe de 6 trillions de yen (45 milliards d'euros) à dépenser en trois ans[123]. Il s'agit de mesures plus structurelles d'investissement dans les domaines de l'environnement (équiper de panneaux solaires les écoles et autres lieux publics, subventionner l'achat de véhicules propres), des infrastructures publiques et de la médecine.

2.3. Les différents plans de relance européens

Fin novembre 2008, les pays européens s'accordaient sur le principe d'un plan de relance à hauteur de 200 milliards d'euros (1,5 point du PIB de l'Union à 27) dont 30 milliards issus d'un financement de l'Union Européenne. La Commission laisse le soin à chaque pays de déterminer les modalités précises de l'orientation des plans au niveau national, précisant seulement que les objectifs doivent être orientés essentiellement pour stimuler la demande et renforcer la confiance des consommateurs.

Dans leur grande majorité, les pays européens ont respecté leurs engagements et se sont engagés dans la mise en œuvre de plans de relance, il semble cependant que les montants avancés jusqu'ici ne soient pas à la hauteur comparativement à ceux qui ont été cités plus haut. De plus, force est de constater que les actions entreprises manquent de coordination portant non seulement sur l'ampleur et aussi sur la composition des plans.

---

[122] BLOT Christophe, CREEL Jérôme, RIFFLART Christine et SCHWEISGUTH Danielle, op. cit., 2009, p. 42.

[123] Idem, 2009, p. 42.

L'Allemagne, par exemple, pour contrecarrer les effets de la contraction des échanges extérieurs sur l'économie[124] a adopté en deux temps (novembre 2008, puis janvier 2009) des plans de relance d'environ 32 milliards ensuite 50 milliards d'euros, au prix d'un déficit public de l'ordre de 4,1% du PIB en 2009 et 5,9% en 2010[125]. Ce plan qui est le plus ambitieux d'Europe, vise essentiellement à compenser la baisse des revenus. Ces programmes comportent donc un ensemble de mesures en faveur du revenu des ménages[126] pour des montants respectifs de l'ordre de 1 point de PIB en 2009 et 1,1 point de PIB en 2010[127].
Par ailleurs, le but de la relance est aussi de contrecarrer la baisse de la demande consécutive à la chute de l'investissement. Ainsi, 0,4 et 0,6 points de PIB pour chacun des plans sont destinés à aider les entreprises dont les principales mesures concernent la réintroduction de l'amortissement dégressif, des subventions à certains secteurs et un ciblage particulier visant tout particulièrement les PME[128]. Enfin, un financement de l'ordre de 0,3 point de PIB constitue la modeste contribution du plan en faveur des investissements publics[129].

En ce qui concerne la France, le plan de relance proposé par le gouvernement français a été adopté par le parlement le 29 janvier 2009 et son volet budgétaire faisait apparaitre un montant de 26 milliards d'euros. Ce plan se décline de la façon suivante : 8 milliards (0,4% du PIB) consacrés aux investissements publics, 13,9 milliards (0,7% du PIB) destinés à soutenir la trésorerie des entreprises, 2 milliards (0,1% du PIB) d'aides au secteur du logement et de l'automobile, 2 milliards consacrés à la relance de l'emploi[130]. Et 800 millions de primes de solidarité active pour les futurs bénéficiaires du revenu de solidarité active (RSA).

En Angleterre, contrairement à l'Allemagne et la France qui ont privilégié un soutien à l'investissement par le biais d'investissements publics, le Royaume-Uni a fait le choix d'une baisse de la TVA qui absorbera plus de 60% des dépenses engagées. Cette baisse de la TVA a été de 0,9% du PIB jusqu'en 2010[131].

---

[124] La décélération de l'économie mondiale au cours de l'année 2008 a eu un impact particulier sur l'Allemagne très exposée à la récession mondiale dans la mesure où sa croissance est largement fondée sur les exportations comme le Japon.
[125] SAND-ZANTMAN Alain et DUFRENOT Gilles, op. cit., 2010, p. 47.
[126] Ils comprennent une augmentation de l'allocation pour le premier enfant, un soutien au chômage partiel et la revalorisation des aides aux chômeurs, une prime à la casse dans l'automobile, une aide financière au transport des salariés, la réduction des cotisations sociales et enfin une baisse des impôts sur le revenu.
[127] SAND-ZANTMAN Alain et DUFRENOT Gilles, op. cit., 2010, p. 47.
[128] BLOT Christophe, CREEL Jérôme, RIFFLART Christine et SCHWEISGUTH Danielle, op. cit., 2009, p. 44.
[129] Idem, 2009, p. 44.
[130] Idem, 2009, p. 44.
[131] SAND-ZANTMAN Alain et DUFRENOT Gilles, op. cit., 2010, p. 50.

Ajoutant à cela, les aides en direction des ménages surendettés pour réduire les risques de saisies et stabiliser le marché immobilier (0,12% du PIB), l'accroissement de l'aide aux chômeurs (0,1% du PIB) et un plan de soutien fiscal et financier aux petites et moyennes entreprises. Quant au financement de l'investissement public, il représente 0,15% du PIB[132].
Ce plan de l'ordre de 1,3% du PIB (soit 18,8 milliards d'euros) pour l'année 2008 est le moins ambitieux que ceux de l'Allemagne et la France[133]. Cependant, son effet multiplicateur est plus efficace et rapide dans la mesure où les délais de transmission des baisses de TVA sont de ce point de vue plus courts mais restent conditionnés par la répercussion de la baisse sur les prix. Tandis que, le soutien à l'investissement est sans aucun doute efficace, mais souffre de longs délais de transmission, retardant ainsi ses effets bénéfiques en matière de stabilisation[134].

Ces politiques de relance ou de soutien à l'activité économique ont le plus souvent été rendues possibles en laissant filer les déficits publics des États, déficits qui se sont creusés d'autant plus que les rentrées fiscales diminuaient brusquement et que les stabilisateurs automatiques entraient en action. Après avoir été durement touchées par la crise financière et économique, certains pays se sont retrouvés face à une autre crise, une crise de la dette souveraine qui affecte notamment la ZE.
Ainsi, pour juguler les effets de cette crise, les pays européens ont dû réagir et prendre les mesures nécessaires, dont les principales sont citées ci-après.

3. Les mesures prises face à la crise de la dette souveraine

Face à l'ampleur de la crise de l'endettement dans la ZE et aux risques systémiques associés, la BCE a remobilisé les outils déjà déployés en 2008 et a également modifié son cadre opérationnel de politique monétaire. Elle a mis en place des mesures spectaculaires pour assurer l'accès à la liquidité du système bancaire en jouant amplement son rôle de prêteur en dernier ressort de manière à éviter les chocs et les pénuries de liquidité, et aussi la mise en œuvre de nouveaux programmes destinés à rétablir le dysfonctionnement des mécanismes de transmission de la politique monétaire puisque le système bancaire s'étant affecté par le

[132] SAND-ZANTMAN Alain et DUFRENOT Gilles, op. cit., 2010, p. 51.
[133] Idem, 2010, p. 51.
[134] Se reporter à l'annexe n°7, pour une précision de la composition des plans de relance et des montants déployés concernant les pays européens cités plus haut mais aussi des autres pays européens .

renchérissement du coût de la dette de certains pays de la ZE (ce qui entrave la bonne transmission de la politique monétaire).

Cependant, la BCE ne peut pas résoudre à elle seule toutes les difficultés auxquelles sont confrontés les pays membres. Pour cela, les gouvernements ont réagi rapidement, en se concertant pour la création de mécanismes d'assistance financière pour venir en aide aux pays menacés.

3.1. Des mesures diverses de renforcement de la liquidité

Face aux répercussions de la crise de la dette publique dans la ZE, la BCE a, dans un premier temps, réactivé les mécanismes d'apport de liquidité déjà utilisés pendant la crise de 2007-2008, du fait que certaines manifestations de la crise de la dette sur la liquidité bancaire sont comparables à celles de la crise précédente, et les effets sont devenus systémiques en raison du rôle joué par la dette obligataire souveraine dans la dynamique des marchés. Et dans un deuxième temps, l'action de la BCE a pris une envergure supplémentaire avec l'intensification de la crise de la dette souveraine lors de l'automne 2011, qui s'est traduite par de nouvelles mesures exceptionnelles.

Ainsi, la BCE décide dans ce contexte de maintenir la politique d'allocation pleine à taux fixe, de procéder à des opérations de refinancement en dollar américain dès mai 2010 car la première manifestation de la crise ayant été la réapparition de tensions sur le marché interbancaire en devises, ainsi que de renforcer la fourniture de liquidités de long terme aux banques en achetant des titres, opération relancée au deuxième semestre 2010. Ce type de maturité de refinancement est essentiel dans la ZE où le financement de l'économie est peu désintermédié et s'effectue majoritairement par les banques. Cette fourniture de liquidités sur le long terme a d'autant plus répondu à leurs besoins et qu'elle était combinée avec la mise en place quasi simultanée de l'opération à un an (opération de refinancement à très long terme, VLTRO) le 26 octobre 2011, qui complétait l'éventail des maturités des opérations de refinancement. À cela s'ajoute les deux opérations à trois ans annoncées lors du Conseil des gouverneurs du 8 décembre 2011, suite à l'intensification de la crise à l'automne 2011. Cette augmentation du nombre d'opérations a généré un rebond de l'encours de refinancement qui s'établissait à 898 milliards d'euros au 5 janvier 2012[135].

En outre, la BCE a maintenu, à titre dérogatoire, l'éligibilité des titres émis ou garantis par des États dont la note souveraine a été fortement dégradée, y compris sous le seuil

[135] Extrait rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 4, Mai 2012, p. 4.

minimal. Ce dispositif a tout d'abord concerné la Grèce par décision du 3 mai 2010 puis a été étendu aux pays « sous programme », c'est-à-dire adoptant des politiques d'ajustement en accord avec la Commission européenne, la BCE et le FMI, notamment: l'Irlande le 31 mars 2011 et le Portugal le 7 juillet 2011.

Par ailleurs, ces mesures ont été complétées par des interventions directes sur les marchés obligataires de la ZE afin de racheter des titres souverains dans le but de restaurer le fonctionnement effectif du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le lancement de ce programme, nommé « Securities Markets Programme » (SMP) a eu lieu le 10 mai 2010 pour répondre aux dysfonctionnements du marché des titres d'État apparus au printemps 2010[136].

Parallèlement à ces interventions, la BCE a pris d'autres mesures spécifiques pour faire face à l'intensification de la crise et qui continue d'ailleurs d'exploiter les possibilités offertes par son cadre opérationnel. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, après la baisse de 25 points de base déjà décidée le 3 novembre 2011, ramenant le taux principal à 1%[137].

Ensuite, un panel de mesures non conventionnelles temporaires a été adopté. D'une part, la maturité des opérations de refinancement a été considérablement allongée, deux opérations de refinancement à plus long terme, d'une durée de trente six mois, et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an sont mises en place. D'autre part, l'éventail des actifs acceptés en garantie est de nouveau élargi, avec une augmentation parallèle des décotes pratiquées[138].

Ainsi, la BCE a agi rapidement, de façon ciblée et déterminée, pour rétablir des conditions normales de marché et assurer de ce fait la transmission de sa politique monétaire. Néanmoins, la BCE ne peut pas résoudre à elle seule tous les problèmes. Les gouvernements

---

[136] Ainsi, entre mai et juillet 2010, le montant des achats de titres a fortement augmenté (correspondant à une phase aiguë de la crise grecque) puisqu'il a rapidement atteint les 60 milliards d'euros initialement prévus. Après une période de relative stabilité, l'encours atteignant environ 75 milliards en juillet 2011, puis ce dernier a très fortement augmenté à partir du 12 août 2011, suite à la décision de la BCE du 7 août 2011 d'y recourir à nouveau de manière active dans le but de restaurer les mécanismes de transmission de la politique monétaire. L'encours était ainsi supérieur à 150 milliards d'euros à la mi-septembre, à 175 milliards d'euros en novembre 2011 et à 210 milliards d'euros début janvier 2012. Extrait rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 4, Mai 2012, p. 3.

[137] Rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 4, Mai 2012, p. 5.

[138] La notation minimale pour les titres adossés à des actifs (Asset Backed Securities, ABS) est abaissée. Outre les ABS déjà éligibles aux opérations de la BCE, les ABS dont les actifs sous-jacents comprennent des prêts hypothécaires et des prêts aux petites et moyennes entreprises, seront éligibles sous réserve de deux notations affichant simple A au minimum lors de leur émission ainsi que pendant leur durée de vie. Ensuite, les banques centrales nationales seront autorisées, à titre temporaire, à accepter en garantie des créances privées supplémentaires (à savoir des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques.

des pays de la ZE devaient donc assumer leurs responsabilités, ce qui a nécessité une intervention à la fois au niveau des pays membres.

3.2. La mise en place de mécanismes nouveaux d'assistance financière aux États membres

En Europe, aucun mécanisme n'a été envisagé pour venir en aide aux pays de la zone, l'interdiction faite à la BCE ou aux États d'assumer les dettes d'un État membre apparaissant même comme un principe fondateur du Traité de Maastricht. Lorsque la Grèce s'est retrouvée dans l'impossibilité de se financer à un coût raisonnable sur les marchés, au printemps 2010, la ZE ne disposait d'aucun outil pour octroyer un prêt.

Néanmoins, la crise de la dette a rendu nécessaire la mise en place de mécanismes nouveaux d'assistance financière aux États membres afin que la commission européenne puisse intervenir aux côtés du FMI en faveur de ses membres. La finalité de ces mécanismes est d'apporter une aide financière aux États membres de la ZE qui connaîtraient des difficultés sérieuses de financement et qui en feraient la demande[139].

On distingue deux mécanismes de gestion de la crise :

- des mécanismes temporaires créés dans l'urgence pour venir en aide aux pays menacés, notamment la mise en place d'un dispositif européen de stabilisation « de droit commun ». Ce mécanisme doté de 500 milliards d'euros (440 milliards d'euros pour le fonds européen de stabilité financière « FESF » et 60 milliards d'euros pour le mécanisme européen de stabilité financière « MESF ») auxquels s'ajoutent 250 milliards d'euros du FMI, portant le total à 750 milliards d'euros.
- et un mécanisme permanent de gestion des crises financières dans la ZE, le « MES » (Mécanisme Européen de Stabilité), disposant de 700 milliards d'euros de capital social.

[139] L'aide financière européenne est, toutefois, toujours subordonnée à la mise en œuvre d'un programme d'ajustement économique et, dans la mesure du possible, à la participation du FMI. L'avancement du programme est suivi attentivement par la « troïka » (il est devenu courant depuis la crise de la dette souveraine d'appeler « troïka » l'ensemble constitué par l'Union Européenne, le FMI et la BCE), y compris par des visites régulières sur place, et conditionne le déboursement des différentes tranches de financement par les États membres.

Conclusion

Ce chapitre a tenté d'identifier les conditions initiales essentielles qui ont joué un rôle pour façonner la crise financière internationale de 2007, en montrant que cette dernière a été le résultat d'une combinaison de plusieurs facteurs tels que la politique monétaire accommodante aux États-Unis dans les années d'avant la crise ayant débouchée sur des taux d'intérêt historiquement très bas, le crédit facile, le relâchement et le laxisme de la réglementation qui ont conduit à la forte croissance des risques hors bilan enregistrés par les institutions financières et les investissements massifs dans des produits financiers complexes aux risques sous-estimés ayant créé les conditions préalables à la détérioration rapide des marchés financiers qui a, à son tour, stimulé l'éclatement de la bulle immobilière et ce qui a finalement orienté le système financier vers la crise.

Ainsi, la planète finance est entrée en pleine panique et il faut dire que tout le monde a été surpris par l'ampleur des craquements. Les grandes banques internationales et les grandes sociétés spécialisées dans les prêts immobiliers étaient en proie à de graves difficultés financières, mais le plus surprenant était la faillite de Lehman Brothers, l'une des joyaux de Walt Street, qui a été emportée par ce tourbillon. Progressivement, ces difficultés des grandes institutions financières et les incertitudes sur les marchés financiers ont commencé à avoir des effets sur la sphère réelle conduisant l'économie mondiale dans une récession.

Face à cette situation, les gouvernements et les banques centrales de plusieurs pays qui, se sont rendus compte que le phénomène est global et qu'il comporte un risque systémique et sont conscients de l'ampleur du désastre, se sont activés pour mettre en place des mesures de relance budgétaire et d'injections de liquidités et de baisses de taux d'intérêt…etc.

Cependant, bien qu'il existe une longue liste de causes, de conséquences et de mesures mises en place de la crise financière internationale de 2007, notre analyse s'est concentrée sur les étapes les plus importantes de celle-ci. La principale conclusion est que, même si l'effondrement du marché des subprimes a déclenché la crise, ses causes profondes sont enracinées dans l'imparfait et l'exhaustif paradigme néolibéral de croissance que les États-Unis suivent depuis les années 1980 et le résultat de faiblesses inhérentes qui prévalent sur les systèmes financiers. En effet, la déréglementation des marchés financiers et son résultat majeur, à savoir l'innovation financière incontrôlée, le progrès des produits dérivés non arrimés aux titres réels et la titrisation des entités hors bilan conçues pour échapper aux

exigences de capital et de capture réglementaire, sont une partie importante de l'explication de la crise de 2007 et constituent des caractéristiques très particulières de celle-ci.

Après avoir débattu du cycle de vie de la crise financière internationale de 2007, il est pertinent d'étudier la contagion et son impact macroéconomique mais aussi macro-financier sur les économies émergentes. A cet effet, le prochain chapitre fera la lumière sur la question de la contagion de cette crise aux pays émergents et présentera une analyse de la manière dont les mécanismes d'amplification ont joué en temps réel, en transmettant la crise des États-Unis aux pays émergents. Certaines études de cas de pays concernés seront mentionnées en mettant en évidence les facteurs qui expliquent les niveaux variables de vulnérabilité et de résilience parmi les pays émergents.

Chapitre IV :

Analyse de la contagion de la crise financière internationale de 2007 aux pays émergents

Introduction

La crise financière internationale de 2007 est incontestablement la plus grave depuis la Grande Dépression. Celle-ci a eu des effets catastrophiques et son effet de contagion a touché tous les pays du monde, que se soit directement ou indirectement.

En effet, depuis son épicentre aux États-Unis, l'onde de choc de ce cataclysme financier et économique s'est étendue au monde entier avec une intensité remarquable et une rapidité exceptionnelle.

Ainsi, les pays émergents n'ont pas été épargnés dont certains ont été touchés de plein fouet, pourtant, ils semblaient initialement à l'abri et assez résilients pour faire face aux conséquences de cette crise. Elle s'est transmise à ces pays par différents canaux : commercial et financier, toutefois, la dynamique de la crise, par un effet de contagion de ces canaux ne s'apparente pas uniquement à une dégradation des fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers du pays subissant un choc externe mais avant tout à une dépendance financière et économique au pays en crise.

Par ailleurs, les économies émergentes ont poursuivi un processus assez régulier d'intégration économique et financière mondiale tout au long de la décennie quatre-vingt-dix, accédant de plus en plus aisément et massivement aux marchés internationaux. De ce fait, l'accentuation des interdépendances a favorisé l'amplification des effets de contagion et a induit une augmentation des vulnérabilités qui ont pu affecter des pays sans pour autant témoigner d'une dégradation sous-jacente de leurs fondamentaux. Cette situation est complétée, entre autres, par la matérialisation des tensions en interne du pays, notamment par une fuite des capitaux étrangers qui, de par les tensions financières internationales[1], va se renforcer au regard de l'amplification de la contraction du taux de change, par un déficit récurrent de la balance courante qui, est cependant légitime lors d'un processus de rattrapage économique, va venir conforter davantage les pressions sur le taux de change puisque les flux positifs de capitaux étrangers ne neutraliseront plus ce solde négatif[2].

Ce chapitre se focalisera donc sur l'analyse de la contagion de la crise financière internationale de 2007 aux pays émergents dans lequel nous proposons de vérifier

[1] C'est principalement à travers les canaux de contagion de la liquidité et des taux d'intérêt que le processus s'enclenche.

[2] Cet élément, au regard des différentes modélisations des crises de change, est la principale vulnérabilité des pays émergents.

empiriquement la validité de la forte présence de l'interdépendance et de l'importance de la dégradation sous-jacente des fondamentaux dans le cadre de cette crise financière.

Nous nous intéressons dans ce travail aux pays suivants : les BRICS, l'Indonésie, le Mexique, et la Turquie. Ces pays constituent un échantillon représentatif des pays émergents.

Les raisons du choix de ces pays sont justifiées par : d'une part, leur importance dans l'économie mondiale. Depuis quelques années, ils font preuve d'un dynamisme économique tel qu'ils sont susceptibles de devenir dans les prochaines années les locomotives de l'économie mondiale. D'autre part, parce que la plupart de ces pays ayant été affectés par des crises de grande ampleur avec des coûts macroéconomiques considérables. Ils ont ainsi une volatilité des variables macroéconomiques et macro-financières plus élevée.

Pour ce faire, ce chapitre sera subdivisé en trois sections. La première effectuera un aperçu général sur les pays émergents, puisqu'ils constituent l'objet de notre étude, dans laquelle nous ferons un tour d'horizon sur la définition des pays émergents tout en essayant de définir une typologie avant d'expliquer les différentes trajectoires d'émergence pour quelques pays dits émergent, puis, il convient d'analyser le poids économique et financier de ces pays émergents, pour ensuite, mettre l'accent sur la nature des crises financières récentes des économies émergentes qui présentent des dynamiques spécifiques. La deuxième section se focalisera sur l'analyse de la transmission de la crise en question aux pays émergents, en identifiant les liens commerciaux et financiers d'un groupe de pays émergents sélectionnés, tout en essayant de montrer son impact sur quelques indicateurs fondamentaux de ces pays et en cherchant à préciser les niveaux variables de vulnérabilité et de résilience pour certains d'entre eux pour comprendre les enjeux posés par l'impact de la crise sur la trajectoire de croissance de ces économies à court et moyen terme. Dans cet ordre d'idées, la dernière section cherchera à montrer est-ce que les pays qui disposaient de bons fondamentaux macro-économiques et macro-financiers sont ceux qui ont bien résisté à la crise, dont la démarche consistera à présenter la méthode d'analyse des fondamentaux de certaines économies émergentes, en choisissant certaines variables jugées pertinentes à analyser dans ce cadre et qui permettent de déterminer leur potentiel de résistance. La qualité du positionnement de chaque pays y sera soulevé que se soit au niveau externe ou interne.

Section 1: Aperçu général sur les pays émergents

Le monde occidental assiste aujourd'hui à l'irrésistible ascension de pays autrefois sous-développés qui, en quelques années, se sont imposés comme des acteurs majeurs sur la scène économique internationale.

Le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud qui sont souvent regroupés sous un même vocable de « BRICS »[3], comptent parmi les plus éminents d'entre eux, mais ils ne sont pas les seuls, la notion d'économie émergente les dépasse et concerne une grande variété de pays. En effet, une cinquantaine de pays, répartis sur cinq continents, peuvent aujourd'hui être qualifiés « d'émergents » pour désigner des pays à la croissance rapide et présentant des opportunités d'investissement et/ou de placements pour les firmes des pays riches. Réunis, ils représentent près de 50% de la richesse mondiale[4].

Catégorie inédite de la scène mondiale, les chercheurs prennent la mesure de ces pays, explorent les fondements et décryptent leur impact.

A travers cette section, nous allons essayer de dresser un panorama des pays émergents en plusieurs volets. Il s'agit, en premier lieu, de faire un tour d'horizon sur la définition des pays émergents. En second lieu, nous tenterons de définir une typologie avant d'expliquer les différentes trajectoires d'émergence pour certains pays dits émergents (les plus importants). Puis, il convient d'analyser le poids économique et financier des pays émergents. Et enfin, nous allons présenter la nature des crises financières récentes des économies émergentes présentant des dynamiques spécifiques.

1. Définition du concept « pays émergents » et caractérisation des pays émergents

La notion d'économie de marché ou de pays émergent est très mouvante, ces concepts recouvrent des réalités très contrastées. A cet effet, il convient dans un premier temps, d'apporter des éclaircissements sur cette notion et d'expliquer la pertinence de ce terme.

Le terme « marchés émergents » est créé en 1981 par Antoine Van Agtmael, économiste de l'International Finance Corporation qui souhaitait inciter les sociétés de placement américaines à investir dans les marchés financiers asiatiques en forte croissance. Le succès de cette première initiative qui s'avère effectivement plus rentable sur le long terme se confirme

[3] Cette appellation a été créée en 2001 par Jim O'NEILL, économiste de la banque Goldman Sachs, désigne des économies dont la taille et le potentiel de croissance sont à même de leur conférer un rôle de premier plan dans l'économie mondiale. En 2003, un autre texte consacré au même ensemble, prévoit un rattrapage du PIB des États-Unis par celui de la Chine à l'horizon 2040.

[4] VERCUEIL Julien : « Les pays émergents : Brésil, Russie, Inde, Chine… », éd. Bréal, France, 2011, p. 10.

tout au long des années 1980, ce qui conduit au développement de la notion « d'économies à marchés émergents ». Il s'agissait alors de s'intéresser aux phénomènes économiques réels (production industrielle, investissements productifs, consommation et politiques économiques) qui pouvaient expliquer la vigueur particulière des marchés financiers émergents.

A la fin des années 1990, une nouvelle expression « économies émergentes » s'ajoute aux deux précédentes, elle n'envisage plus le pays principalement sous l'angle financier, mais s'intéresse à la dynamique d'ensemble de sa croissance et à ses perspectives. Cette expression est souvent utilisée pour caractériser des pays en transition rapide, en cours d'industrialisation, avec des taux de croissance économique élevés.

Fondamentalement, les économies émergentes présentent quatre traits communs[5] :

- Revenus intermédiaires : leurs revenus par habitant sont intermédiaires, situés entre ceux des pays les moins avancés et ceux des pays riches. Pour l'essentiel, ils sont compris entre 10% et 75% de la moyenne de l'Union européenne (en parités de pouvoir d'achat).
- Dynamique de rattrapage : leur croissance récente a rapproché les économies émergentes des niveaux de vie occidentaux. Le taux de croissance de leur PIB est supérieur ou égal à la moyenne mondiale durant la dernière décennie.
- Transformations et ouverture : au cours de la période récente (à partir des années 1990), ces pays ont connu des transformations institutionnelles et structurelles qui ont contribué à les insérer de manière nouvelle dans l'économie mondiale. Ces économies échangent de plus en plus avec le reste du monde et bénéficient d'implantations industrielles et de services de la part de firmes multinationales d'origine occidentale. Par ailleurs, certaines développent désormais leurs propres capacités d'investissements à l'étranger et contribuent ainsi de manière active à la mondialisation.

Outre ces notions, il existe un autre terme, celui de « pays émergents » qui est utilisé pour élargir l'étude de ces économies au-delà de la seule approche économique, en intégrant des considérations politiques ou culturelles. Lorsqu'on s'intéresse aux plus importants de ces pays (en particulier les BRICS), l'expression de « puissances émergentes » est alors employée, les dimensions géopolitique, diplomatique et militaire sont introduites dans la réflexion.

Ainsi, marchés, économies ou pays, la sémantique est incertaine et explique la très grande variabilité selon le point de vue des analystes, du nombre de pays concernés par ce label.

[5] VERCUEIL Julien, op. cit., 2011, p. 9.

En effet, les institutions internationales, le monde académique et/ou celui de la finance utilisent des critères différents pour qualifier un pays émergent.

Pour les organismes financiers spécialisés et les fournisseurs d'indices comme la Morgan Stanley Capital International ou encore Standard & Poor's, les pays émergents sont définis sur la base de plusieurs critères incluant la capitalisation boursière, le PIB par habitant, les conditions de l'environnement macroéconomique, la taille du marché et de ses entreprises, le degré de liquidité de l'économie et le niveau de la corruption[6].

Le Boston Consulting Group (BCG) utilise la notion de « pays à développement rapide » dont il propose le repérage en identifiant l'origine nationale des cents plus grosses entreprises qui ne sont pas filiales de multinationales de pays développés et qui ont un chiffre d'affaires annuel supérieur à un milliard de dollars en 2006[7]. Ces critères de sélection sont complétés par d'autres indicateurs liés notamment à la maîtrise technologique.

Pour le centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), les pays émergents s'imposent d'abord sur la scène internationale grâce à la croissance de leurs agrégats macroéconomiques et à l'adoption de politiques favorisant l'ouverture commerciale et financière. Ils s'imposent ensuite par leurs exportations croissantes et diversifiées sur les marchés des pays industrialisés[8]. Plus récemment, les réserves en devises sont devenues un nouveau critère de l'émergence : Chine, Taïwan, Corée du Sud, Russie, Inde, Hong-Kong et Singapour posséderaient à eux seuls 42% des réserves en devises internationales[9].

La dimension dynamique et la rapidité des processus de changements constitueraient ainsi les principales caractéristiques permettant d'identifier les pays émergents.

Au sein de ces pays émergents, les analystes ont essayé de former une typologie de cette nouvelle catégorie en les distinguant en groupe tout en utilisant parfois un véritable « bestiaire » (dragons, tigres, jaguars,…) pour désigner ces pays.

---

[6] JAFFRELOT Christophe : « L'enjeu mondial : les pays émergents », éd. Presses de Sciences Po- L'Express, Paris, 2008, p. 27.
[7] Idem, 2008, p. 28.
[8] Idem, 2008, p. 28.
[9] DEGANS Axelle : « Les pays émergents : de nouveaux acteurs », éd. Ellipses, Paris, 2011, p. 92.

2. Essai de typologie

Une catégorie évanescente due à la diversité des trajectoires existe, dont on va tenter de définir une typologie par les modes d'insertion dans l'économie internationale.

Un premier groupe de quatre nouveaux pays industrialisés appelés les « dragons asiatiques » qui sont Taïwan, Hong-Kong, Corée du Sud et Singapour, furent apparaître à la fin des années 1970[10], dont la stratégie de développement a combiné à la fois une politique industrielle et la promotion des exportations. Loin de reposer sur des dynamiques internes et de respecter les acquis et le libéralisme des pays développés, ces stratégies sont nées de la volonté de remettre en cause les rapports de force internationaux en s'appuyant sur l'État.

Au tournant des années 1990, ce premier groupe a été suivi par un second qui a repris le même modèle d'émergence des dragons asiatiques. Il est dénommé les « bébés dragons » ou « tigres asiatiques » comprenant la Malaisie, la Thaïlande, l'Indonésie et les philippines[11].

Avec moins de succès, on parle aussi des « tigres » ou « jaguars » latino-américains qui représentent le Brésil et le Mexique[12]. Tous deux jouissent de riches ressources en matières premières (énergétiques et agricoles) et leur proximité géographique avec les États-Unis continue d'être un moteur important. Le Mexique y a trouvé un marché en expansion, y compris pour sa main-d'œuvre dont les envois de fonds ont contribué au décollage mexicain et qu'on a pu parler d'un « développement par l'exil ».

Par ailleurs, la chute du mur de Berlin puis de l'union soviétique ont donné naissance à des pays qualifiés de « PECO » (Pays d'Europe Centrale et Orientale) qui regroupent la Pologne, la République Tchèque, la Hongrie, la Slovénie, la Slovaquie,…etc., qui ont donné une nouvelle dimension au processus de l'émergence avec les réformes politiques et les réformes de politique économique pour assurer la transition vers l'économie de marché en tant que moteur de la croissance.

Enfin, l'affirmation d'un autre groupe, les BRICS, ces grands émergents qui ont créé un nouveau rapport de force. Ils sont nécessaires à la croissance mondiale, à la finance et à l'industrie mondiale.

Une attention particulière devrait, donc, être faite à ces pays dont la Russie, tel un pays rentier, qui tire l'essentiel de sa richesse de ses ressources énergétiques alors que la croissance

---

[10] JAFFRELOT Christophe, op. cit., 2008, p. 30.
[11] Idem, 2008, p. 30.
[12] Idem, 2008, p. 30.

des autres émergents repose sur une industrialisation rapide. Elle est d'ailleurs moins portée que les autres à l'investissement productif.

La Chine quant à elle, son affirmation depuis une vingtaine d'années résulte certes de la puissance de son taux de croissance liée à l'ouverture économique et financière et à la rapidité de son industrialisation, mais aussi de sa taille et, surtout, de sa population qui fait du pays un marché intérieur colossal à l'origine d'une demande exponentielle en matières premières et en biens d'équipement. L'autre géant asiatique, l'Inde, qui est souvent assimilée à la Chine, mais cela est tout à fait discutable car les différences sont majeures. D'une part, parce que l'industrie et les exportations ont joué un rôle secondaire dans la montée en puissance indienne, d'autre part, parce qu'elle a tiré davantage des compétences de sa classe moyenne tout en étant moins extravertie que la Chine. La croissance indienne est, en outre, portée par des milieux d'affaires libres de leurs mouvements depuis les réformes des années 1980-90 et s'adosse à un État de droit particulièrement robuste[13]. La Chine et l'Inde ont tous deux profité d'un dividende démographique non négligeable et d'un phénomène migratoire.

Après les géants asiatiques, l'Afrique du Sud qui fait figure d'isolat tant sa relative prospérité contraste avec la pauvreté persistante de sa région. Sa richesse est plus relative si on la compare au niveau de revenu des autres émergents. Et si ce pays était systématiquement qualifié d'émergent pour la simple raison qu'il faut bien inclure un représentant du continent Africain dans cette catégorie prometteuse[14]. Cependant, l'Afrique du sud s'affirme par son secteur minier et industriel et par son dynamisme boursier[15].

Aujourd'hui, le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud qui sont souvent regroupés sous un même vocable « BRICS », suit la dimension mettant en avant des macro-agrégats et qui semble structurer le débat et explique la mise en exergue d'un groupe émergent leader faisant pleinement partie du système économique mondial en tant que représentants des économies émergentes. Cet acronyme, développé par la banque d'investissement Goldman Sachs, a connu un réel succès et repose sur la thèse que des réformes fondées sur l'ouverture des marchés, la stabilité macroéconomique, la bonne gouvernance et l'éducation sont déterminantes dans le processus d'émergence.

Cependant, il est impératif de souligner que dans l'analyse des pays émergents, d'autres pays non cités ici sont inclus et dont les stratégies de développement se singularisent.

---

[13] JAFFRELOT Christophe, op. cit., 2008, p. 16.
[14] Idem, 2008, p. 74.
[15] Idem, 2008, p. 32.

Après avoir présenté les principaux pays émergents, nous tenterons à présent d'expliquer les différentes stratégies et trajectoires d'émergence suivies par certains pays, en particulier les BRICS, dont le choix de celles-ci n'a pas pris la même forme et chaque économie a progressé à son rythme suivant ses propres priorités.

3. Les trajectoires d'émergence

Emerger au sein de l'économie mondiale, c'est compter comme un acteur significatif dans les flux économiques internationaux. Compte tenu des contraintes d'équilibre des comptes extérieurs, ceci n'est possible qu'au moyen de la montée en puissance rapide des exportations vers le reste du monde. Celles-ci ont constitué la principale stratégie des pays émergents, cependant, d'autres choix ont été opérés par les dirigeants de chaque pays orientés vers la satisfaction des besoins de la population tout en permettant l'insertion dans l'économie mondiale.

En effet, les stratégies de développement mises en œuvre, si elles présentent des caractéristiques communes, elles résultent toutefois de dynamiques propres à chaque pays.
Nous nous intéresserons tout particulièrement aux trajectoires d'émergence des BRICS, car ils constituent l'objet de notre analyse (c'est notre échantillon représentatif des pays émergents), et ce en plus des autres pays étudiés que nous n'évoquerons pas ici.

3.1. Les trajectoires d'émergence de la Chine

La Chine est devenue le plus important, le plus influent et le plus emblématique, en remettant en question les positions acquises des pays développés et en sortant des cercles vicieux du sous-développement dans lesquels elle était enfermée il y a encore plus de vingt ans : croissance de la population et faiblesse du revenu par habitant, faiblesse du PIB et de la formation du capital et, enfin, désarticulation de l'économie et bas niveau de la productivité globale.

A contrario, aujourd'hui, le dynamisme démographique chinois constitue le premier facteur de croissance, qui permet d'escompter une croissance du pays pendant quatre décennies. Et si le taux actuel de formation brute de capital (40% du PIB) est un autre facteur important de la croissance, le niveau très élevé des investissements fait peser un risque sur leur efficacité, et la hausse de la productivité est toujours en débat (Jaffrelot, 2008)[16].

[16] JAFFRELOT Christophe, op. cit., 2008, p. 71.

La Chine a mis en œuvre un modèle de développement volontariste qui s'inscrit dans une stratégie d'émergence de long terme. Les objectifs en ont été fixés par Deng Xiaoping[17] dès 1978, qui impulse une série de réformes qui vont modeler le nouveau visage de la Chine et créer une dynamique de croissance qui ne se démentira plus durant les trente années qui vont suivre (1980-2010), que certains qualifient des « nouvelles Trente Glorieuses ».

Cette trajectoire qui, a réussi à transformer l'un des pays les plus misérables du monde en la deuxième puissance économique internationale, possède des caractéristiques absolument uniques qu'il est essentiel de comprendre.

Le modèle chinois repose essentiellement sur la modernisation de l'agriculture, l'industrie, la science et la technologie mais aussi la défense. Cette modernisation a été réalisée grâce à un ensemble d'actions, notamment[18] :

- La mise en place du « système de responsabilité des ménages » à la fin des années 1970, qui consiste à répartir l'exploitation des terres agricoles collectives entre les familles en fonction de leur taille en respectant des obligations édictées par un contrat, cependant, ce plan sera rapidement remplacé par le « Dual Track Regime » en 1982, qui crée un marché des produits agricoles décentralisé et libéralisé à côté du système centralisé de planification agricole.
- Le lancement dans les années 1980 du plan nommé « système de responsabilité de l'économie industrielle », qui vise à soutenir le développement industriel à travers notamment la libéralisation des entreprises publiques, et ce pour assurer le rattrapage économique.
- L'ouverture aux investissements directs étrangers (IDE) à travers la création de « zones économiques spéciales » (ZES), qui a permis à la Chine d'accueillir des entreprises étrangères en leur proposant des conditions fiscales avantageuses et la possibilité de réaliser des échanges avec le continent ou avec le reste du monde (réexportation), puis, leurs fonctions économiques se sont diversifiées peu à peu et elles sont devenues très attractives. Ainsi, la Chine devient, et de manière durable, l'une des premières destinations mondiales des IDE dont son commerce extérieur

[17] Deng XIAOPING est parvenu au sommet du pouvoir en décembre 1978 après l'exil et la disgrâce qu'il a connu durant la révolution culturelle.
[18] Se reporter à l'annexe n°9 pour plus d'explication.

reflète cette dynamique d'ouverture[19].

- L'adoption d'une politique monétaire prudente en sacrifiant la convertibilité totale du yuan pour garder l'autonomie et la maîtrise du taux de change de la monnaie chinoise.

3.2. Les trajectoires d'émergence de l'Inde

L'Inde a longtemps été considérée comme l'autre cas typique de pays pris dans les cercles vicieux de sous-développement. La croissance y était notamment freinée par des déséquilibres démographiques, géographiques et sociaux.

Jusqu'au début des années 1990, l'Inde a entretenu des relations limitées avec l'extérieur. Le pays empruntait à la stratégie soviétique de développement planifié et se méfiait de l'impérialisme. Néanmoins, à partir de 1991, l'Inde fait le choix de l'ouverture commerciale, de l'appel aux IDE, du recours aux capitaux financiers…etc., tout en sachant que le FMI reste le catalyseur de l'ouverture du pays à l'économie mondiale après son intervention lors de la crise de la dette extérieure déclenchée à la fin de l'année 1990.

En effet, après cette date l'Inde a entrepris plusieurs réformes dont les principales sont[20] :

- La libéralisation de l'économie indienne à travers, d'une part, la suppression du systéme « License Raj »[21] qui se caractérisait par l'omniprésence de l'administration dans le contrôle des activités économiques des secteurs privé et public, et d'autre part, par l'allégement des procédures administratives et financières concernant les secteurs extérieur et industriel[22].
- La libéralisation extérieure de l'Inde en s'ouvrant aux IDE qui ont connus une progression accélérée et diversifiée[23], et ce grâce notamment à la mise en place d'un

[19] Le rôle des IDE entrants dans la croissance et la diversification des exportations est croissant tout au long des années 2000 et contribuent également aux gains de productivité. Leur part dans les exportations chinoises passe de 40% au milieu des années 1990 à 55% au milieu des années 2000. Tiré de : VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 96.

[20] Se reporter à l'annexe n°9 pour plus d'explication.

[21] Le système « License Raj » était un carcan bureaucratique qui se caractérisait par l'omniprésence de l'administration dans le contrôle des activités économiques notamment par le biais de l'octroi ou du retrait des licences nécessaires aux opérations économiques réglementées. Chaque entreprise devait demander une autorisation administrative pour augmenter ou diversifier sa production.

[22] La conjonction de ces mesures a porté ces fruits, puisque la production industrielle a monté en puissance qui a enregistré une croissance annuelle de plus de 7 % à partir de 1995. Cependant, c'est le secteur des services qui a connu l'essor le plus spectaculaire, avec une croissance annuelle moyenne supérieure à 10 % durant les années 1990. Il est aussi important de souligner, à cet égard, que l'émergence de l'Inde a tiré une bonne partie de son caractère atypique du fait que la croissance y a d'abord été tirée par les services. Repris de VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 104.

[23] Le montant des IDE reçus atteint 19,7 milliards d'euros sur la période 2009-2010. Et les échanges extérieurs ont permis d'accumuler plus de 270 milliards d'euros de réserves de change en 2010. Repris de VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 105.

grand nombre de ZES sur le modèle chinois, destinées aux entreprises étrangères désireuses de limiter les contraintes administratives sur leurs activités.

3.3. Les trajectoires d'émergence de la Russie

L'émergence de la Russie est souvent mal vue car la Russie est dans une grande mesure une économie de rente, mais cela ne veut pas dire qu'une croissance rapide et durable y est impossible, et la situation actuelle est plutôt prometteuse à cet égard. En effet, la croissance russe a été essentiellement boostée par la hausse du prix du pétrole et la chance que cette évolution soit jusqu'ici linéaire.

Néanmoins, la trajectoire de l'économie russe durant les vingt dernières années est loin d'être linéaire. Des réformes ont été engagées du temps de l'URSS par la « Perestroïka » au milieu des années 1980, mais celles-ci ont connu une période chaotique entre 1992 et 1998, puis une phase de stabilisation durant les années 2000, les principales mesures prises sont[24] :

- Le lancement du programme de restructurations économiques connu sous le nom de « Perestroïka » qui concerne l'abolition officielle du monopole d'État sur le commerce extérieur et qui permet l'autorisation de créer des entreprises conjointes entre sociétés soviétiques et étrangères.
- La libéralisation de l'économie russe à travers la mise en place du « programme Chataline » en août 1990 qui a permis la transition progressive de la Russie d'une économie soviétique planifiée vers une économie de marché.
- L'ouverture du pays à l'extérieur en 1992 après avoir, d'une part, assurer la liberté d'entreprendre et de commercer sur tout le territoire de la Russie qui est proclamée ouverte aux capitaux étrangers et tous les droits de douane sur les importations sont supprimés, et d'autre part, rendu le rouble totalement convertible en devises, y compris pour les opérations en capital, qui sont les plus spéculatives, tout en fixant des limites aux variations de son cours vis-à-vis du dollar.
- L'émergence du pays par les hydrocarbures lui permettant de tirer la croissance et de bénéficier d'une aisance financière.

[24] Se reporter à l'annexe n°9 pour plus d'explication.

3.4. Les trajectoires d'émergence du Brésil

Depuis 1985, la démocratie au Brésil[25] s'est rétablie et qui s'avère solide permettant de consolider les bases institutionnelles de la croissance, l'abandon des politiques de substitution aux importations adoptées dans les années 1960 et leur remplacement par une politique d'ouverture aux capitaux étrangers, ainsi que la promotion des exportations.

Mais à peine installée, la démocratie brésilienne fait face à une inflation galopante et une récession économique récurrentes. En 1993, l'inflation annuelle atteint le niveau record de 2600%[26]. Ainsi, les priorités du pays sont totalement orientées vers la correction de ce fléau et devient une pré-condition à toute possibilité d'amélioration de la situation économique d'ensemble. Une série de réformes ont été engagées, notamment[27] :

- La mise en œuvre du « plan real » qui vient modifier, après huit ans de spirale inflationniste, les dimensions de l'institution monétaire en créant une nouvelle monnaie, le « real », définie sur la base d'une parité fixe avec le dollar (c'est l'ancrage nominal). De cette manière, un repère extérieur est établi pour contribuer à crédibiliser et contrôler l'engagement des autorités monétaires en faveur de la stabilisation de leur monnaie.
- Parallèlement, d'autres mesures sont prises, qui ont modifié peu à peu le visage de l'économie brésilienne. Ils concernaient la privatisation des entreprises publiques considérées comme coûteuses et peu efficaces. De plus, l'économie nationale a été progressivement ouverte à la concurrence mondiale, tout en restant relativement protégée par un niveau élevé de tarifs douaniers.
- L'ouverture du Brésil à l'international dont les capitaux étrangers ont permis de financer la restructuration des entreprises. Une partie de ces entreprises privatisées ont été orientées vers l'exportation qui se sont généralement spécialisées dans l'agroalimentaire, la chimie, la sidérurgie, l'automobile et l'aéronautique. Progressivement, ces secteurs exportateurs se renforcent, permettant au Brésil de s'affirmer comme l'un des principaux exportateurs industriels.

[25] La démocratie au Brésil s'est rétablie après vingt ans de régime militaire.
[26] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 106.
[27] Se reporter à l'annexe n°9 pour plus d'explication.

3.5. Les trajectoires d'émergence de l'Afrique du Sud

L'Afrique du Sud possède depuis longtemps certaines caractéristiques que l'on attribue aux pays émergents : compétitivité, accumulation du capital, maîtrise de son développement, dépassement incontesté de l'économie rentière, effets d'entrainement et aussi de domination sur les autres économies africaines, existence d'un marché financier institutionnalisé et capacité de négociation avec les pays développés…etc. Cependant, cette émergence n'empêche pas la survivance, à l'intérieur du pays, d'importantes poches de pauvreté.

L'économie sud-africaine n'a pas vécu un décollage semblable à celui qu'ont connu les pays émergents d'Asie ou d'Amérique latine mais elle possède une réelle puissance économique. En voici les principaux points de la trajectoire d'émergence de ce pays[28] :

- La réforme politique qui s'est traduite par l'établissement d'un cadre institutionnel cohérent qui puisse contenir les tensions accumulées depuis des décennies, tout en assurant un contrôle suffisant des transformations impulsées. Ces politiques ont contribué à l'apaisement de la société et ont renforcé la légitimité des nouvelles institutions.
- La mise en application du programme « GEAR » (Growth, Employment and Redistribution) qui a permis de développer les sources potentielles de croissance en décentralisant davantage l'économie, de lutter contre le chômage de masse et d'assurer la redistribution des revenus et des actifs économiques, en particulier, la terre et les capitaux productifs en direction des non Blancs.
- La mise en place d'un vaste programme de restructuration des grandes entreprises publiques qui comporte, entre autres, des privatisations pour permettre à l'État de maintenir son endettement.
- L'ouverture de l'Afrique du Sud à l'extérieur à travers notamment la suppression du contrôle des changes, la réduction des droits de douanes sur les biens d'équipement (en particulier l'automobile), et la signature d'un traité de libre-échange avec l'Union européenne qui devient le premier partenaire commercial de l'Afrique du Sud et l'un des principaux pourvoyeurs d'IDE, aux côtés des États-Unis et de l'Asie[29].

L'affirmation des pays émergents, en particulier celle des BRICS, pose de nouveaux défis politiques à l'échelle de la planète, la gouvernance mondiale ne les prend pas suffisamment en

[28] Se reporter à l'annexe n°9 pour plus d'explication.
[29] VERCUEIL Julien, op.cit., 201, p. 109.

compte eu égard à leur participation à l'économie et la finance mondiales. Et pourtant, la part des émergents dans l'économie mondiale est aujourd'hui très significative, comme le démontre les chiffres développés dans ce qui suit.

4. Le poids économique et financier des pays émergents

La performance exceptionnelle des pays émergents, un groupe de pays à revenu moyen qui s'intègre rapidement au marché mondial depuis le début des années 1980, est le plus bel exemple de croissance de la décennie écoulée. Après de longues années de problèmes économiques (pauvreté, croissance démographique rapide, inflation, déficits budgétaires…), les pays émergents se sont épanouis dans les années 2000 en atteignant des taux de croissance remarquables et en maîtrisant bien l'inflation et d'autres problèmes. De ce fait, leur poids dans l'économie mondiale et dans une moindre mesure dans la finance mondiale a connu une croissance exceptionnelle depuis le début de ce millénaire.

De 30% du PIB mondial en dollars courants en 2000 et 49% en dollars PPA, il était estimé à respectivement 45% et 57% fin 2010[30].

Parmi ces émergents, les BRICS se détachent nettement. Leur place dans l'économie mondiale croît fortement : 16% du PIB mondial en 2001, 27% en 2011 et d'après des estimations, 40% en 2025. En 2011, les BRICS totalisaient un PIB de 11 221 milliards pour près de 3 milliards d'habitants[31]. Ces pays représentent à eux seuls 60% du PIB des émergents[32].

De 2008 à 2010, pendant la récession économique, les pays émergents ont été à eux seuls responsables de la croissance du PIB mondial, alors que les pays avancés ont subi une contraction profonde. Leur apport direct à la croissance mondiale a continué à augmenter, tandis que c'est l'inverse pour les pays avancés[33].

Ainsi, on assiste à un bouleversement de la répartition du PIB mondial entre les différents groupes de pays, puisque la part des pays avancés dans le PIB mondial se contracte régulièrement, pas uniquement suite à la crise économique de 2008, mais cette tendance

[30] « Les pays émergents : de grands investisseurs ». Tiré du site web : www.afriqueexpansion.com/les-pays-emergents.html .Date de consultation le : 29/04/2014.

[31] « Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud ». Tiré du site web : fr.wikipedia.org/wiki/Brésil,_Russie,_Inde,_Chine_et_Afrique_du_Sud :2014Date de consultation le . 2014/04/29

[32] « La croissance chez les grands émergents : convergences et tensions », Centre d'analyse stratégique, n°285, Septembre 2012, p. 2.

[33] KOSE Ayhan et PRASARD Eswar : « Les pays émergents à l'âge adulte », 2010, p. 8. Tiré du site web : www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2010/12/pdf/kose.pdf. Date de consultation le : 29/04/2014.

baissière se manifeste depuis une cinquantaine d'années, comme le montre le graphique n°15 ci-après.

Graphique n° 15: Part des pays avancés et des pays émergents dans le PIB mondial

Une importance croissante
La part des pays émergents dans le PIB mondial augmente régulièrement depuis 50 ans.
(en pourcentage du PIB mondial)
Pays avancés
Pays émergents
90 80 70 60 50 40 30 20 10 0
1960–72 1973–85 1986–2009 2008–09

Source : KOSE Ayhan et PRASARD Eswar : « Les pays émergents à l'âge adulte », 2010, p. 8. Tiré du site web : www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2010/12/pdf/kose.pdf. Date de consultation le : 29/04/2014.

Cette croissance forte et durable des pays émergents marque une véritable transformation de leurs économies qui modifie profondément le commerce international et affecte l'économie tant des pays développés que celle des pays producteurs de matières premières ou des autres pays en développement.

En effet, l'importance accrue des pays émergents apparait encore mieux quand on considère leur contribution à la croissance du commerce mondial. Leur part des exportations représente 45% du commerce mondial en 2009[34] (graphique n° 16).

[34] ARTUS Patrick : « Le poids financier et le poids économique des pays émergents », Flash économie, Natixis, n°113, Mars 2009, p. 2.

Graphique n° 16: Part des exportations des pays émergents dans le commerce mondial

Source : ARTUS Patrick : « Le poids financier et le poids économique des pays émergents », Flash économie, Natixis, n°113, Mars 2009, p. 2.

Les BRICS, également, représentent une part élevée des flux. Ils devraient, en 2015, réaliser 20% du commerce mondial, soit presque autant que la zone euro et plus que les États-Unis, alors que ces pays ne représentaient que 4% des échanges mondiaux au début des années 1990[35].

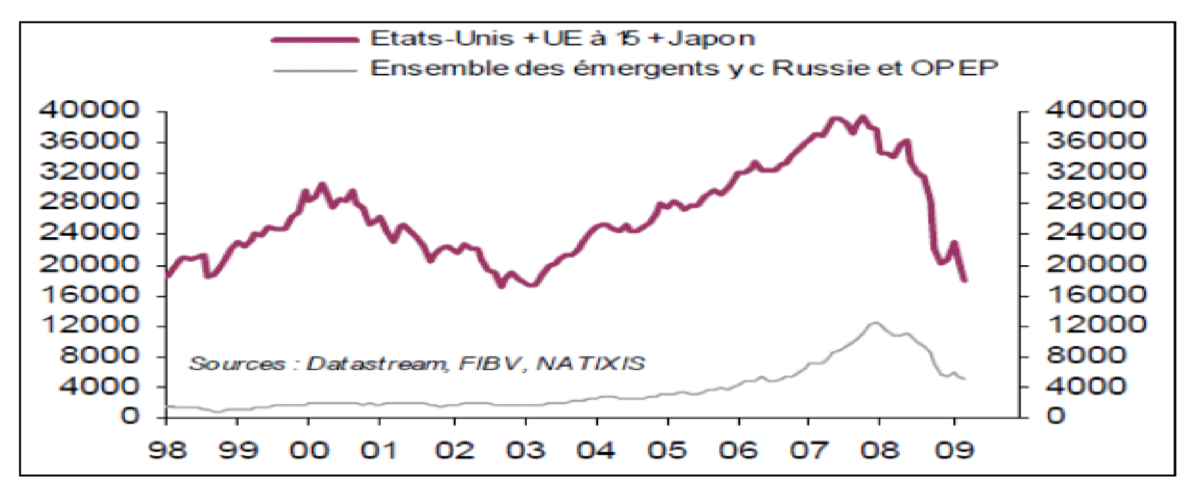
Cette vive activité d'exportation a permis aux pays émergents, autrefois débiteurs, de devenir créanciers. Les pays émergents, qui ne disposaient au milieu des années 1990 que d'environ 30% des réserves mondiales de change, en détiennent près de 70% en 2010[36].
Ainsi a disparu l'une des principales fragilités des pays émergents. Car ce sont justement ces déficits de la balance commerciale, assortis d'insuffisantes réserves de change, qui rendaient les pays émergents si vulnérables aux crises. Aujourd'hui, ces déficits commerciaux se sont transformés en excédents et les réserves de change ont par conséquent augmenté. La dette publique de ces pays a connu également un recul remarquable qui s'élève en 2013 à seulement 40% du PIB, contre près de 120% du PIB pour les pays développés[37].

Dans l'ensemble, les pays émergents sont devenus des pays à forte croissance. Il est cependant frappant que ces pays ne jouent encore qu'un rôle secondaire sur les marchés des capitaux, car ils ne représentent que 10% de la capitalisation boursière des actions et seulement 4% des encours d'obligations[38].

[35] « La croissance chez les grands émergents : convergences et tensions », Centre d'analyse stratégique, n°285, Septembre 2012, p. 3.
[36] Idem, Septembre 2012, p. 4.
[37] NAUMER Hans-Jörg : « Les pays émergents, autrefois débiteurs, sont les nouveaux créanciers du monde », 2011, p. 6. Tiré du site web : www.allianzgi.fr/uploads/tx.../11_02_pays_emergents_FR.pdf. Date de consultation le : 29/04/2014.
[38] Idem, 2011, p. 6.

Le graphique n° 17 ci-après, montre que la capitalisation boursière des émergents est moins du tiers de celle des pays de l'OCDE.

Graphique n° 17: La capitalisation boursière (en milliards de dollars)



Source : ARTUS Patrick : « Le poids financier et le poids économique des pays émergents », Flash économie, Natixis, n°113, Mars 2009, p. 2.

Les pays émergents sont donc sous-représentés financièrement par rapport à leur poids réel, et cela s'explique par la faible taille de leurs marchés financiers en raison du faible niveau des prix dans les pays émergents[39]. Toutefois, les observateurs internationaux s'accordent pour indiquer que l'intégration des pays émergents dans la globalisation financière devrait se poursuivre. D'une part, en termes de part relative des actifs en devises dans le total mondial, et d'autre part, en termes de composantes de ces actifs. Ils concluent à cet effet que les perspectives de croissance des investissements à l'étranger de la part des pays émergents sont assez élevées au regard de leur capacité de financement. Et leurs exportations de capitaux devraient croître conjointement à la hausse des revenus par habitant, du développement des secteurs bancaire et financier et de la libéralisation de leur compte de capital[40].

Après avoir présenté les spécificités des pays émergents, il convient à présent de s'intéresser à la nature des crises de ce groupe de pays en mettant l'accent sur leurs

[39] ARTUS Patrick, op. cit., 2009, p. 3.
[40] « Les pays émergents : de grands investisseurs ». Tiré du site web : www.afriqueexpansion.com/les-pays-emergents.html..2014/04/29:Date de consultation

dynamiques spécifiques, c'est-à-dire comment se manifestent généralement, et sur leurs causes communes possibles.

5. La nature des crises financières des pays émergents

La décennie 1990 a été celle des grandes crises financières sur les marchés émergents : dévaluation des monnaies, chute des marchés d'actifs, fuite des capitaux, et défauts souverains…etc. Néanmoins, depuis le début des années 2000, les crises contagieuses dans les économies émergents ont été presque oubliées : les systèmes financiers ont été reconstruits en dur, les dynamiques de bulles spéculatives sont corrigées plus vite et produisent moins de dégâts, la croissance est élevée, et enfin le coût macroéconomique des chocs de marché est atténué.

On observe actuellement un autre temps de l'émergence avec une maturité qui réunit une croissance soutenue, une insertion internationale forte et un savoir-faire économique solide.

Avant d'expliquer les raisons de ce basculement, nous commencerons par examiner la nature des crises récentes des économies émergentes, autrement dit, évoquer brièvement les vulnérabilités communes qui ont causé les crises des pays émergents. Puis, nous expliquerons les facteurs de la nouvelle résilience des économies émergentes.

5.1. Les caractéristiques des crises des économies émergentes

Les analyses sur les crises des pays émergents s'accordent à soulever que ces dernières apparaissent à travers certains évènements qui déstructurent l'économie de ces pays.

Les économistes observent les évènements suivants[41] :

5.1.1. Déprécation violente du taux de change

La première observation pouvant être tirée des crises des pays émergents est, inévitablement, la dépréciation violente des taux de change au moment de la crise. Tous les travaux théoriques et empiriques effectués sur ces phénomènes ont remarqué que les monnaies domestiques des pays émergents ont subi au moins deux à trois fois de dépréciations par rapport au dollar.

Théoriquement, la hausse du taux de change signifie une dépréciation de la valeur d'une monnaie et, inversement, la baisse du taux de change correspond à une appréciation de la monnaie. De cela, on peut observer la dépréciation violente de la valeur des monnaies des

[41] ARTUS Patrick : « La résolution des crises dans les pays émergents », éd. Economica, Paris, 2006, p. 2.

pays émergents touchés par la crise par rapport au dollar par la hausse du taux de change de ces pays.

Le Mexique, par exemple, entre 1990 et 1993, sa monnaie a maintenu relativement sa valeur stable par rapport au dollar. Mais, à partir de 1994, le peso s'est fortement déprécié qui correspond à l'augmentation du taux de change. Cette dévalorisation a continué en 1995. Pendant cette période, entre la fin de 1993 et 1995, le peso a réalisé une variation à la baisse qui est de l'ordre de 106,4%[42]. Ce qui signifie que la monnaie mexicaine a connu une forte dépréciation pendant la crise de 1994.

Ou encore la crise asiatique qui, a provoqué une forte dépréciation de la monnaie thaïlandaise par rapport au dollar. En termes de variation de taux de change, la période qui a connu le plus de variation, est celle de la période de crise, de la fin de 1996 à la fin de 1998. On enregistre une dépréciation de 63,5%[43].

5.1.2. Forte hausse des taux d'intérêts à court terme

La deuxième manifestation des crises des pays émergents soulevée par les analystes financiers est la forte hausse des taux d'intérêt à court terme en monnaie nationale. Ce fait observé pendant les différentes crises des pays émergents est, aussi, une caractéristique importante puisque dans la plupart de ces crises, les taux d'intérêt à court terme ont frôlé la barre de 50 %[44].

5.1.3. Forte hausse des spreads de taux d'intérêt

Pendant le déclenchement des crises des pays émergents, les économistes soulèvent également comme cause possible une forte hausse des spreads de taux d'intérêt en dollars. Théoriquement, une hausse du spread est synonyme d'une détérioration de la conjoncture car les risques associés aux crédits augmentent. De ce fait, le spread est un indicateur de défaut de paiement. Plus cet indicateur est élevé, plus le risque de défaut de paiement est grand et plus probable. Les spreads sont, donc, étudiés pour se mettre une idée sur l'état financier du pays. Cet indicateur de défaut de paiement est un signe extérieur des crises financières qui ont touchés les pays émergents, pendant lesquelles ces pays ont connu la plus forte hausse des spreads de taux d'intérêt.

---

[42] ARTUS Patrick, op. cit., 2006, p. 3.
[43] Idem, 2006, p. 4.
[44] Idem, 2006, p. 4.

5.1.4. Dégradation de la balance courante

Les crises des pays émergents sont, aussi, systématiquement précédées d'une dégradation de la balance courante et déclenchée par la perte des réserves de change qui suit des sorties de capitaux à court terme.

5.1.5. Des distorsions microéconomiques

Une règlementation bancaire inadéquate, des garanties gouvernementales implicites ou explicites et d'autres distorsions microéconomiques, peuvent conduire à des investissements excessifs ou à une forte dépendance à l'endettement et à d'autres déséquilibres macroéconomiques et financiers pouvant causer une crise. Les pays émergents ayant subi des crises, présentaient ces sources de vulnérabilités.

5.1.6. Forte chute d'activité

Les crises financières sont généralement accompagnées d'une forte chute de l'activité et sont aussi précédées d'une période de croissance faible ou déclinante. Ce phénomène a été observé dans les pays émergents touchés par les crises, qui s'est traduit par une baisse du taux de croissance, de la consommation et de l'investissement.

Tous ces événements se présentent comme les manifestations des crises des pays émergents. Toutefois, d'autres facteurs sont mis en avant par les économistes pour expliquer les causes possibles de déclenchement des crises dans ces pays. Il s'agit, entre autres, de : la surévaluation réelle et perte de compétitivité, l'excès d'endettement extérieur, un déficit public excessif, l'inflation, une politique monétaire, et l'insuffisance d'épargne.

Mais, aujourd'hui, la situation semble radicalement différente, avec des monnaies tendant à s'apprécier, pays créditeurs nets, financements de marché en monnaie locale, marchés financiers bien orientés, afflux d'investisseurs étrangers, et une croissance forte et soutenue, les États émergents sont devenus plus solides sur le plan économique et financier et considérés comme moins risqués. Cela peut être expliqué par divers facteurs qu'on présentera dans le point suivant.

5.2. La résilience des économies émergentes

Après avoir connu des défaillances majeures dans les années 1990, les économies émergentes apparaissent aujourd'hui résilientes. Les économistes, les technocrates du FMI et les banquiers ont avancé des facteurs pour expliquer cette nouvelle résilience[45] :

- Les politiques macroéconomiques sont, de manière générale, devenues plus solides (rythmes d'inflation bas, politiques budgétaires sous contrôles, dettes publiques maîtrisées…etc.).
- Les excédents courants et l'accumulation massive des réserves de change permettent de mieux absorber les chocs de marché. Ils représentent de fait une alternative à la police d'assurance du FMI, jugée coûteuse en termes de souveraineté et peu efficace en termes de résultats.
- Les politiques d'ancrage fixe du change, devenues intenables dans un régime de liberté des mouvements de capitaux, ont été abandonnées, ce qui permet des ajustements beaucoup plus souples que dans le passé.
- La politique monétaire a été renforcée par l'adoption d'un régime dit de « ciblage d'inflation », qui vise prioritairement une hausse des prix à moyen terme, par exemple 2% ou 4%.
- La supervision bancaire a largement été reconstruite, qui consiste en le renforcement des normes de capitalisation, la surveillance des risques, la consolidation des règles de gouvernance privée et de la publicité des comptes.
- Enfin, les processus d'apprentissage, la construction d'institutions, une connaissance beaucoup plus fine des dynamiques économiques ont permis de mieux protéger les pays, mais aussi de donner un cadre plus solide à l'investissement et à la croissance.

Section 2 : Analyse de la transmission de la crise financière internationale de 2007 aux pays émergents et de son impact sur les pays émergents

Contrairement aux épisodes de crise antérieurs, la crise de 2007 a une caractéristique particulière, elle a son origine dans les marchés financiers des plus avancés et s'est propagée aux pays émergents. En effet, bien que semble d'abord découplées, la majorité des économies émergentes ont souffert de la crise financière mondiale grâce à des liens commerciaux et financiers. Cependant, cette crise a affecté les économies émergentes à des niveaux d'impact différents et avec des différences dans les degrés d'intensité.

[45] JAFFRELOT Christophe, op.cit., 2008, p. 45.

Il convient dès lors de se poser la question : Quels sont les pays qui ont été les plus exposés au risque de contagion vis-à-vis des économies avancées ? À cet effet, dans quelle mesure les pays émergents ont été plus ou moins vulnérables au choc de la crise financière internationale de 2007 ?

L'outil d'analyse de la transmission de la crise s'appuie principalement sur deux canaux de transmission : le canal commercial (réel) et le canal financier.

Nous cherchons à identifier les liens commerciaux et financiers de 8 pays émergents, qui sont les BRICS, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie avec les États-Unis et l'Union européenne (UE-27) car l'épicentre de la crise vient de ces deux régions.

Nous nous focalisons sur ces pays émergents qui représentent des exemples intéressants pour l'étude de la contagion de la crise financière de 2007 et de son impact pour trois raisons. En premier lieu, parce que ce groupe de pays représente une partie de plus en plus importante de l'économie mondiale. Depuis quelques années, ils font preuve d'un dynamisme économique tel qu'ils sont susceptibles de devenir dans les prochaines années les locomotives de l'économie mondiale. En deuxième lieu, parce que la plupart de ces pays ayant été affectés par des crises de grande ampleur avec des coûts macroéconomiques considérables. Ils ont ainsi une volatilité des variables macroéconomiques et macro-financières plus élevée. Et en dernier lieu, pour la rareté des travaux à ce sujet sur ces pays.

Nous retenons comme critères (indicateurs de mesure) :

- Le taux d'ouverture commerciale et l'intensité des échanges commerciaux entre chaque pays émergents vis-à-vis des États-Unis et de l'UE-27;
- La part des investissements étrangers (directs, de portefeuille) en provenance des USA et de l'UE-27, pour mesurer la dépendance de ces pays émergents au financement externe.

Ainsi, l'exposition des économies émergentes au risque de contagion du choc global diffère suivant ces critères. Nous cherchons à quantifier ces différences afin d'identifier les pays les plus vulnérables et de mieux cerner ensuite les enjeux posés par l'impact de la crise sur la trajectoire de ces économies à court et à moyen terme.

1. La transmission de la crise à travers le canal commercial

La contraction de l'activité qui a commencé en 2008 dans les économies avancées a engagé une contagion à l'échelle mondiale via le canal commercial. En termes réels, les échanges commerciaux de biens et de services des pays émergents se sont réduits en 2009 de

19% pour les exportations et de 25,7% pour les importations[46]. Toutefois, l'impact de ce ralentissement diffère d'un pays à l'autre. En effet, leur taux d'ouverture est très variable (tableau n°4), d'où une sensibilité à un retournement du commerce extérieur de fait très hétérogène.

Tableau n° 4: Taux d'ouverture commerciale (exportations de biens et services) en pourcentage du PIB pour l'année 2008

	Chine	Inde	Brésil	Russie	Afrique du sud	Indonésie	Mexique	Turquie
Taux d'ouverture commerciale en % du PIB	**35 %**	**23,6%**	**13,66%**	**31,3%**	**27 %**	**26,8 %**	**27,9 %**	**23,9 %**

Source : Conçu à partir de la base de données du FMI. Tiré du site web: www.imf.org. IMF ⇨Data and Statistics/Principal Global Indicators. Date de consultation le : 20/06/2014.

Cette ouverture rendait les pays vulnérables aux vicissitudes de l'environnement international. En effet, la baisse de la demande extérieure a retentit brutalement sur les exportations des BRICS comme sur celles de l'Indonésie, du Mexique et de la Turquie. Cependant, l'ampleur de l'impact est différent en fonction des liens commerciaux avec les États-Unis, l'UE-27. Ces derniers constituent une zone de débouchés importante pour les exportations de biens et services en provenance des pays émergents.

Le tableau de l'annexe n°10 montre l'évolution des exportations de ces pays émergents depuis le retournement de l'activité économique mondiale mais aussi la tendance de leurs exportations vis-à-vis des USA et de l'UE-27, ainsi que l'évolution de leur balance commerciale et de leur taux de croissance pour mesurer l'impact du retournement de leur commerce extérieur sur leur croissance économique du fait que cette dernière est tirée principalement par les exportations.

1.1. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur la Chine

Les statistiques montrent que le choc est particulièrement brutal pour l'économie chinoise étant donné son ouverture au commerce international et le rôle de la demande extérieure dans

[46] Rapport de la CNUCED (2010), p.38 et 39.

la croissance. À partir du quatrième trimestre 2008 jusqu'à la première partie de 2009, la progression des exportations chinoises s'arrête et la contribution de la demande extérieure à la croissance devient négative. Pendant cette période, la plus sensible de l'effondrement du commerce mondial, les exportations chinoises de marchandises sont en recul de 16% en 2009 et celles de services commerciaux sont en baisse de 12% à la même année (en variation annuelle en pourcentage par rapport à l'année précédente)[47]. En valeur, les exportations totales chinoises de biens et services passent de 1565 à 1331 milliards de dollars de 2008 à 2009, et ce sont les exportations en direction des USA qui ont connu la plus forte baisse en raison du recul drastique de la demande domestique américaine.

Les conséquences de la chute de la demande extérieure se révèlent très vite beaucoup plus graves que prévu. En calculant que la demande extérieure avait contribué en moyenne à deux ou trois points de croissance du PIB de 2001 à 2007[48], on avait sous-estimé l'importance réelle des industries exportatrices et leur effet d'entraînement sur le reste de l'économie (le secteur des transports, le fret maritime) et notamment sur l'investissement. À la lumière de la crise, c'est 40% de l'activité du secteur manufacturier et 30% des investissements dans ce secteur qui apparaissent liés, d'une façon ou d'une autre, aux exportations[49].

En effet, entre fin 2008 et début 2009, le rythme de l'activité industrielle est en chute libre en Chine en raison de la baisse de la demande extérieure : la production augmente de moins de 6% contre 16% sur la période correspondante un an avant[50]. Les entreprises exportatrices, largement concentrées dans la province du Guangdong, ferment et mettent à pied des millions de migrants ruraux. Cette zone représente 1/3 des exportations chinoises.

A cet effet, le rythme de croissance du PIB de la Chine a baissé, passant à 9% en 2008, puis à 8.7% en 2009, bien loin des niveaux à deux chiffres auxquels elle était habituée avant la crise (notamment entre 2003 et 2007), et ceci étant donné le rôle des exportations dans la croissance chinoise.

Néanmoins, à partir de 2010, le commerce extérieur chinois après la baisse continue depuis la fin de 2008, a repris sa tendance évolutive, tel que le montre les chiffres du tableau de l'annexe n°10. Les exportations de marchandises augmentent de 31% en 2010, celles des services commerciaux progressent de 32% à la même année (en variation annuelle en

[47] Rapport de l'OMC (2010), p. 31 et p. 32.
[48] LEMOINE Françoise: « La Chine et l'Inde: les plus solides des BRIC », Revue d'économie financière, n° 103, 2011, p. 235.
[49] Idem, 2011, p. 235.
[50] Idem, 2011, p. 235.

pourcentage par rapport à l'année précédente)[51]. En valeur, elles passent à 1748 milliards de dollars en 2010 et on remarque que les exportations en direction des USA et de l'UE-27 n'ont pas vraiment connu une forte hausse. Selon le rapport de l'OMC (2011), ce sont les exportations intra-régions qui ont permis de stimuler les exportations chinoises à partir de 2010 suite au soutien apporté par les autorités de la région asiatique pour relancer la demande des ménages.

En 2011, la tendance est également à la hausse, où les exportations de la chine de marchandises et de services commerciaux ont augmenté respectivement de 20% et 7% (en variation annuelle en pourcentage par rapport à l'année précédente)[52]. En valeur, les exportations chinoises passent à 2080 en 2011 contre 1565 milliards de dollars en 2008, dépassant ainsi la valeur d'avant la plus forte contraction qu'a connu le commerce mondial.

Par ailleurs, sur la période 2007 à 2011, l'excédent commercial est revenu en 2011 à son niveau de 2004 de 2% du PIB alors qu'il a atteint 7% du PIB en 2007[53]. En même temps, l'excédent de la balance commerciale chinoise a perdu en valeur 1073 milliards de dollars.

Ainsi, le choc de la crise sur le commerce extérieur chinois a eu pour conséquence, en particulier en 2008 et 2009, de cesser de tirer la croissance chinoise par la demande internationale qui constituait le principal moteur de la croissance avant la crise.

1.2. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur l'Inde

S'agissant de L'Inde qui a aussi été confrontée à la baisse de ses exportations à partir de la fin de l'année 2008, celle-ci connait également une chute de sa croissance mais le choc est moindre parce que son économie et notamment son industrie sont moins dépendantes des débouchés internationaux. Même si elle tire l'activité de certaines entreprises et de certains secteurs, la demande extérieure n'est pas un moteur essentiel de la croissance contrairement à la Chine.

Les statistiques de l'OMC montrent que les exportations indiennes de marchandises ont commencé à fléchir à partir de la fin 2008 et début 2009, celles-ci ont enregistré une baisse de 20% en 2009[54], tandis que celles des services commerciaux n'ont pas été affectées par la baisse du commerce mondial et ont même connu une amélioration. En 2008, le service du

[51] Rapport de l'OMC (2011), p. 31 et 32.
[52] Rapport de l'OMC (2012), p. 22 et 23.
[53] LEMOINE Françoise et ÜNAL Deniz : « Rééquilibrage de l'économie chinoise : un état des lieux », CEPII, 14ème colloque de l'Association de Comptabilité Nationale Paris, p. 5. Tiré du site web : www.insee.fr/fr/insee...publique/.../acn14-session2-4-diaporama.pdf. Date de consultation le : 18/06/2014.
[54] Rapport de l'OMC (2010), p. 31.

transport a connu une hausse de 25,3% et celui des voyages 10,3%[55]. En 2009, les exportations de services liés aux technologies de l'information ont également augmenté de 15,8% en mars 2009 par rapport à mars 2008 (en variation annuelle en pourcentage)[56]. A cet effet, on comprend que les services, qui constituent le point fort de l'économie indienne, sont moins sensibles au retournement de la demande extérieure puisque les exportations de services ont continué à progresser.

En valeur, on constate que la baisse des exportations totales de l'Inde n'est pas aussi forte que celle de la chine, elles passent de 285 en 2008 à 241 en 2009 milliards de dollars.

Par ailleurs, à partir de 2010 avec l'amélioration des échanges mondiaux, les exportations indiennes notamment de marchandises ont également connu une hausse avec une variation de 31% en 2010 par rapport à 2009, et celles des services commerciaux une augmentation de 18% en 2010[57]. De ce fait, les exportations totales en valeur passent de 241 en 2009 à 326 milliards de dollars en 2010. Cette tendance haussière se poursuit également en 2011 et 2012 où elles enregistrent respectivement une valeur de 442 et 441 milliards de dollars.

Ainsi, l'impact global de la crise se révèle beaucoup plus fort en Chine qu'en Inde, comme le montre la chute de leurs taux de croissance qui passent de 6,2% en 2008 à 5% en 2009 et qui rebondi à 11% en 2010 dépassant ainsi le taux enregistré avant la crise économique (10,1% en 2007).

1.3. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur le Brésil

En ce qui concerne le Brésil, la contraction du commerce mondial, qui a provoqué à son tour une décrue du cours des matières premières, a bien sûr affecté ce grand producteur latino-américain à la fois exportateurs de produits industriels et agricoles.

En effet, le Brésil qui a résisté au début avec la baisse de la demande américaine et malgré la diversification géographique de ses exportations, a fini par être touché lorsque les demandes asiatique et régionale ont-elles aussi fléchies. A cet effet, les exportations brésiliennes de marchandises et des services commerciaux diminuent respectivement de 23% et 9% en 2009 (en variation annuelle en pourcentage)[58].

---

[55] Rapport de la CNUCED (2010), p. 294.
[56] LEMOINE Françoise, op. cit., 2001, p. 236.
[57] Rapport de l'OMC (2011), p. 31 et 32.
[58] Rapport de l'OMC (2010), p. 31 et 32.

En valeur, les exportations totales passent de 227 en 2008 à 179 milliards de dollars en 2009. De ce fait, la balance commerciale s'est brusquement dégradée pour devenir nulle à la fin de l'année 2008 et négative en 2010, une première depuis 2001.
Suite à cette baisse du commerce extérieur au Brésil, la croissance économique s'est contractée elle aussi du fait de la forte dépendance de l'économie de ce pays aux exportations. Le PIB est passé de 6.1% en 2007 à 5,2% en 2008, pour entrer en récession en 2009 en enregistrant -0,3%.

Cependant, à partir de 2010, comme pour les pays cités ci-dessus le commerce extérieur brésilien remonte grâce essentiellement à le reprise économique en Asie qui constitue une zone de débouchés importante pour les produits manufacturés brésiliens et non pas les États-Unis et ce malgré la proximité géographique. Les exportations de marchandises enregistrent une augmentation de 32% et 15% pour les exportations des services commerciaux (en variation annuelle en pourcentage par rapport à l'année 2009)[59]. En 2011, la hausse des exportations continue que se soit pour celles de marchandises avec 27% et celles des services commerciaux avec 21% (en variation annuelle en pourcentage)[60]. De ce fait, l'économie brésilienne avait progressé dont le taux de croissance du PIB a atteint 7,5% en 2010, en franche récupération par rapport à la baisse de 2008 et 2009. Cependant, La surprise est venue de la baisse de 2011 où le taux du PIB a enregistré 2,7% puis 1% en 2012, mais plusieurs facteurs ont contribué à cette chute, comme le souligne un article publié par « alternatives économiques ». Il évoque l'existence d'un change valorisé et une basse productivité dans l'industrie en raison du manque de qualification de la main d'œuvre.

1.4. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur la Russie

La Russie, un pays qui était entrée depuis le début des années 2000 dans une phase de croissance dynamique, largement fondée sur les exportations d'hydrocarbures dans un contexte d'augmentation des prix du pétrole, mais avec la crise économique de 2008, cette forte croissance s'est renversée atteignant des niveaux négatifs en raison notamment de la contraction des exportations russes, en particulier celles d'hydrocarbures, auxquelles est largement dépendante avec près de 2/3 de ses exportations totales. De plus, la plus grande part des exportations russes, soit plus de la moitié de celles-ci, va aux marchés européens. Et

59 Rapport de l'OMC (2011), p. 31 et 32.
60 Rapport de l'OMC (2012), p. 22 et 23.

puisque l'économie et la production de ces derniers subissent également les effets de la crise, ceci se répercute sur leurs importations, notamment en provenance de la Russie.

A cet effet, les exportations russes de marchandises enregistrent en 2009 une baisse de 36% et celles liées aux services commerciaux auxquels est moins dépendante ont diminué de 17% (en variation annuelle en pourcentage)[61]. En valeur, les exportations totales de Russie sont passées de 522 en 2008 à 346 milliards de dollars en 2009. Et les exportations en direction de l'UE-27 ont enregistré 134 en 2009 contre 210 milliards de dollars en 2007.

Ainsi, l'association du retournement de la demande mondiale en hydrocarbures avec la décrue des cours de l'énergie depuis juillet 2008 a induit le ralentissement de la croissance économique. En effet, le taux du PIB a baissé à 5,2% en 2008 pour devenir négatif en 2009 en enregistrant -7,8%, soit la performance la plus mauvaise depuis 2002. Dans le même temps, la production industrielle a chuté de 16%, en particulier l'industrie de l'automobile qui a connu une baisse de 80%, alors que ce secteur était emblématique de la croissance russe. Mais pas seulement, l'effondrement des cours du pétrole a entraîné un déficit du budget fédéral pour la première fois depuis 1999. Selon les propos des autorités russes, ceci constitue le pire résultat depuis cette date[62].

A travers, ces statistiques, on peut constater que la crise mondiale de 2007 a révélé l'extrême vulnérabilité de l'économie russe aux fluctuations des cours des matières premières et de la demande mondiale en énergie, en raison de son manque de diversification industrielle. L'économie est bien trop dépendante des hydrocarbures et la décrue des cours provoque un manque à gagner pour la Russie.

Par ailleurs, avec l'augmentation des exportations russes qui enregistrent une hausse de 32%[63] en 2010 et 30%[64] en 2011 suite au rebond de la demande extérieure en énergie et à la remontée des prix du pétrole, les exportations totales en valeur passent de 444 en 2010 à 575 milliards de dollars en 2011.

Ceci a eu évidemment un effet positif sur la croissance de l'économie russe dont le taux du PIB a atteint 4,5% en 2010 et avec une légère baisse en 2011 et 2012 avec respectivement 4,3% et 3,4% en raison notamment du ralentissement de la demande extérieure européenne

---

[61] Rapport de l'OMC (2010), p. 31 et p. 32.

[62] JAFFRELOT Christophe : « L'enjeu mondial : les pays émergents », éd. Presses de Sciences Po- L'Express, Paris, 2008, p. 157.

[63] Rapport de l'OMC (2011), p. 31 et p. 32.

[64] Rapport de l'OMC (2012), p. 22 et p. 23.

mais ce qui a empêché que la croissance devienne négative c'est bien évidemment la hausse du prix des combustibles.

1.5. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur l'Afrique du Sud

Dans le cas de l'Afrique du Sud, principal exportateur de produits miniers et de biens manufacturés, c'est la baisse de la demande mondiale qui a affecté l'économie sud-africaine touchant les exportations et ce sont les exportations en volume qui se sont contractées plus rapidement que les exportations en valeur entre le milieu de l'année 2008 et le début de l'année 2009.

La chute de la demande des pays industriels en particulier des États-Unis et de l'Europe qui constituent les principaux partenaires commerciaux de l'Afrique du sud, a vu ses exportations principalement celles de matières premières en direction de ces pays baissé de 5% pour l'année 2009.

De 2008 à 2009, la valeur des exportations des minerais comme la platine, le diamant et autres métaux (exception faite à l'or) a baissé de 86,12 milliards de dollars à 67,93 milliards[65].

Les exportations totales sont passées de 94 en 2008 à 74 milliards de dollars en 2009.

A cet effet, la balance commerciale enregistre en 2008 et 2009 un déficit inhabituel depuis plus de 10 années avec respectivement -22 et -12 milliards de dollars. Ceci se traduit par la contraction du PIB inédite depuis la fin de l'apartheid. Les estimations du FMI évaluent la croissance de Pretoria à -1,5% pour l'année 2009.

Néanmoins, l'année 2010 s'ouvre avec l'augmentation des exportations de marchandises avec 31%[66] en 2010 et 20%[67] en 2011 (en variation annuelle en pourcentage). En valeur, les exportations totales sud-africaines ont atteint 96 en 2010 et 111 milliards de dollars en 2011.

Cette reprise des exportations a été réalisée grâce à la diversification des partenaires commerciaux de Pretoria et c'est la chine qui est devenue le premier client de son économie. Ainsi, la reprise économique chinoise observée à partir de 2010 a aidé l'Afrique du Sud de relancer sa croissance en la tirant de la récession. Le taux du PIB a atteint 3,1% en 2010 puis 3,6% en 2011, et ceci grâce notamment à l'augmentation de ses exportations mais aussi grâce

[65] FMI/ World Economic Outlook (2014), p. 234.
[66] Rapport de l'OMC (2011), p. 31 et 32.
[67] Rapport de l'OMC (2012), p. 22 et 23.

aux investissements réalisés en raison de la coupe du monde de football de 2010 qui a permis de dynamiser l'économie nationale.

Quant aux autres pays émergents sélectionnés à savoir l'Indonésie, le Mexique et la Turquie, ceux-ci ont subi également les effets négatifs de la crise de 2007 dont le principal canal de transmission est la contraction de leurs exportations et ce malgré que le taux d'ouverture commerciale de ces pays soit relativement moins important que celui des BRICS. Cependant, la contagion et l'impact sont variables d'une économie à l'autre.

1.6. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur l'Indonésie

La transmission du choc réel a été nettement moins considérable et l'économie indonésienne a été moins affaiblie que ses voisins du fait que ses échanges internationaux sont plus limités. A titre d'exemple, l'Indonésie exporte moins que la Chine et son taux d'ouverture commerciale est moins élevé, il représente que 26,8% du PIB. Le pays est donc un petit acteur dans le commerce mondial en rapport à ses pays frontaliers qui ont été fortement touchés par la crise en 2008-2009. L'Indonésie n'apporte qu'une maigre contribution en général dans les composants de produits électroniques ou automobile. De plus, sa principale zone de débouchés est la Chine, le principal acteur économique de l'Asie mais aussi un grand importateur de matières premières. Les échanges de l'Indonésie sont ainsi restés élevées soutenant entre autres l'économie nationale.

Cependant, lors du ralentissement de la demande mondial, les exportations de marchandises ont accusé une baisse de 14% en 2009 et les exportations de services ont connu une contraction de 11% en 2009 (en variation annuelle en pourcentage par rapport à l'année 2008)[68]. En valeur, les exportations totales indonésiennes passent de 139 en 2008 à 120 milliards de dollars en 2009. On remarque que la baisse n'est pas importante à l'instar de celle connue par la Chine et l'Inde. Cela n'a donc pas réellement impacté la croissance de la balance commerciale qui est restée excédentaire mais avec une baisse en valeur de 98,8 milliards de dollars perdu pendant l'année 2008 et 2009.

De ce fait, même aux moments les plus difficiles, au quatrième trimestre 2008 et début 2009, la croissance de l'économie indonésienne est restée positive malgré une légère diminution.

[68] Rapport de l'OMC (2010), p. 31 et 32.

Elle a enregistré une croissance de 6% en 2008 et 4,6% en 2009, une dynamique qui contraste avec la maigre performance des autres économies du Sud-est asiatique.

En 2010, les exportations de marchandises en Indonésie ont progressé de 32%, celles des services commerciaux de 25% (en variation annuelle en pourcentage)[69]. L'Indonésie a de toute évidence bénéficié de la reprise économique de la Chine et de celle de l'Inde, commencée à partir de 2010. Le taux de croissance a de ce fait augmenté enregistrant 6,2% en 2010 et 6,5% en 2011.

1.7. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur le Mexique

Le premier canal de transmission du choc vers ce pays est celui du commerce, notamment en raison de sa dépendance commerciale vis-à-vis des USA, plus de 80% de ses exportations sont dirigées vers les USA. Selon Moody's, le Mexique est l'économie la plus exposée à la récession américaine.

Ainsi face aux difficultés économiques des USA, ceux-ci ont diminué leur demande d'importations de biens suite à la baisse de la demande des consommateurs, ce qui a affecté les exportations mexicaines qui se sont contractées de 21% en 2009 (en variation annuelle en pourcentage)[70]. En valeur, les exportations totales passent de 292 en 2008 à 230 milliards de dollars en 2009. Celles en direction des USA sont passées à 185,2 en 2009 contre 228,08 milliards de dollars enregistrées en 2007.

En étant vulnérable à la récession de l'économie américaine, le secteur du commerce extérieur du Mexique a fortement contribué au ralentissement économique. En effet, le taux de croissance du PIB est passé à 1.4% en 2008 puis à -4,7% en 2009.

1.8. Impact de la transmission de la crise à travers le canal commercial sur la Turquie

La Turquie fait aussi partie des pays les plus affectés par la crise économique. La majorité des secteurs a ressenti l'impact négatif de la crise, notamment le commerce qui a marqué une baisse de 26% au cours du premier trimestre 2009[71].

---

[69] Rapport de l'OMC (2011), p. 31 et 32.
[70] Rapport de l'OMC (2010), p. 31 et 32.
[71] IZMEN Ümit: « La Crise Economique, l'Europe et le Rôle de la Turquie », 2009, p. 5. Tiré du site web : www.institut-bosphore.org/upload/.../283571313566011.pdf. Date de consultation le: 21/06/2014.

La Turquie exporte en général vers les pays développés et 48% de ses exportations totales de se font vers l'UE-27 tandis que les exportations vers les USA sont de 4%[72]. Ainsi, suite à la baisse de la demande globale au quatrième trimestre 2008, les exportations totales turques ont diminué de 166 en 2008 à 135 milliards de dollars en 2009, soit une baisse de 23% en variation annuelle pour les marchandises et 6% pour les services commerciaux[73].

Il est également important de souligner que l'industrie manufacturière et la production automobile sont les deux principaux secteurs affectés par la baisse des exportations notamment celles dirigées vers l'UE-27, car l'Europe constitue la principale zone de débouchés pour ce type de produits.

Avec un taux d'ouverture pas très élevé, la Turquie a toutefois subi, à ce stade, un choc de croissance relativement important. Le taux du PIB est passé de 4,7% en 2007 à 0,7% en 2008, atteignant -4,8% en 2009.

Entre 2010 et 2012, les exportations turques ont néanmoins rebondi, en augmentant de 12% en 2010 pour les marchandises (en variation annuelle en pourcentage) et celles des services commerciaux sont restées stables avec aucune amélioration par rapport à 2009[74]. En 2011, elles enregistrent respectivement 18% et 11% (en variation annuelle)[75]. En valeur, les exportations totales, passent de 147 en 2010 à 173 en 2011 et 195 milliards de dollars en 2012. En parallèle, le taux de croissance s'est aussi amélioré en atteignant 9,2% en 2010, 8,8% en 2011 mais seulement 2,1% en 2012 en raison, entre autres, de la crise de la dette touchant la plupart des pays membres de la zone euro.

La transmission du choc externe (crise financière de 2007) se réalise également à travers la sphère financière internationale puisqu'elle repose sur une configuration de l'endettement et de l'investissement devenu mondiale. Il s'agira alors d'étudier le canal financier qui existe entre les économies avancées et les pays émergents, plus particulièrement les BRICS, L'Indonésie, le Mexique, et la Turquie.

2. La transmission de la crise à travers le canal financier

Les liens financiers entre les économies sont inévitablement forts. La crise actuelle a marqué la fin de conditions financières extérieures extrêmement accommodantes, en raison

72 IZMEN Ümit, op. cit., 2009, p. 7.
73 Rapport de l'OMC (2010), p. 31 et 32.
74 Rapport de l'OMC (2011), p. 31 et 32.
75 Rapport de l'OMC (2012), p. 22 et 23.

d'une abondance de liquidités et d'une recherche acharnée de rentabilités. L'incertitude a suscité une réévaluation des risques et, forcément, cela a eu un impact négatif sur les marchés émergents.

Dans ces circonstances, rien ne pouvait empêcher la propagation d'un choc financier majeur des pays avancés aux pays émergents. Dans ce contexte, une étude publiée en 2009 par le FMI[76], montre la forte interdépendance financière qui existe entre ces deux groupes de pays. Elle analyse la transmission des perturbations financières affectant les pays avancés en direction des pays émergents. Elle étudie à ce titre des épisodes appelés « stress financier », qui sont associés aux variations importantes dans les prix des actifs, à l'accroissement brutal du risque et/ou de l'incertitude, et à l'assèchement de la liquidité.

L'indicateur de stress financier s'appuie essentiellement sur des données à haute fréquence et prend en compte les développements sur les marchés d'actions, la prime de risque sur les marchés émergents ainsi que les tensions sur les marchés des changes.

Il rend bien compte des épisodes de tensions financières connus par les pays émergents notamment suite à la crise financière de 2007 comme le montre le graphique ci-dessous.

Cette étude précise également que le stress financier au sein des pays développés est la principale composante commune du stress des marchés émergents, soit environ 70% du stress dans les pays développés est transmis aux pays émergents et la vitesse de transmission est rapide, entre 1 et 2 mois seulement[77].

---

[76] BALAKRISHNAN Ravi, DANNINGER Stephan, ELEKDAG Selim, TYTELL Irina: « The transmission of financial stress from advanced to emerging economies », IMF Working Paper, June 2009.
[77] Idem, June 2009, p. 4.

Graphique n° 18: Le stress financier dans les économies avancées et émergentes

Source: BALAKRISHNAN Ravi, DANNINGER Stephan, ELEKDAG Selim, TYTELL Irina: « The transmission of financial stress from advanced to emerging economies », IMF Working Paper, June 2009, p. 43.

Par ailleurs, il faut préciser que les pays émergents ont été exposés de manière hétérogène au choc financier et donc affectés différemment. Les économies les plus dépendantes d'importants engagements extérieurs et celles ayant le taux de change le moins flexible sont celles qui étaient les plus vulnérables. Car il est important de souligner que la forte volatilité des investissements étrangers dans les pays émergents, s'est traduite par une instabilité accrue de leur taux de change, une pression sur les réserves de change, une forte variabilité des taux d'intérêt mais aussi une instabilité des marchés boursiers.

Dans ce qui suit on analysera l'exposition et la dépendance des BRICS, de l'Indonésie, du Mexique et de la Turquie aux flux des capitaux étrangers en particulier les flux en provenance des USA et de l'UE-27 et leur impact sur les variables financières citées juste avant.

Les indicateurs de mesure retenus sont : les investissements directs étrangers (IDE), les investissements de portefeuille (actions et obligations). A travers ces indicateurs, nous allons mesurer l'interdépendance financière qui existe entre les pays émergents choisis avec les USA et l'UE-27 et l'effet de la crise transmis via cette interdépendance financière.

De manière générale, les investissements directs à destination des pays émergents ont affiché une progression remarquable entre le deuxième trimestre 2009 et l'été 2011. Toutefois, leur position dans les différents pays est disparate.

Le tableau de l'annexe n°11 présente l'évolution des flux entrants des investissements directs, de portefeuille, mais aussi en provenance des USA et de l'UE-27, et l'évolution du solde

courant, du taux de change, des réserves de changes, du taux d'intérêt ainsi que la variabilité des bourses.

Les données chiffrées montrent que les investissements directs dans les pays émergents se sont maintenus malgré la crise mais pas dans toutes les économies étudiées. Cette tendance s'est maintenue, en particulier dans les économies à fort potentiel notamment les BRICS (mais à moindre mesure en Afrique du Sud), car la crise financière qui s'est développée aux États-Unis et en Europe a eu pour effet d'orienter les flux de capitaux internationaux vers ces pays émergents. En particulier, des entrées massives de capitaux ont eu lieu en Chine et en Indonésie, qui traduisent à la fois l'abondance des liquidités internationales et l'attrait de ces économies dynamiques sur les investisseurs. En revanche, les investissements de portefeuille se sont contractés dans tous ces pays surtout en 2009 où ils ont accusé la forte baisse avec la montée des incertitudes des investisseurs.

2.1. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur la Chine

En chine, entre 2007 et 2012, les IDE passent de 83 521 à 253 475 millions de dollars, suivant une tendance haussière malgré la crise financière, tandis que les investissements de portefeuille ont accusé une baisse pendant les moments très difficiles de la crise où ils ont perdu 154 529 millions de dollars en 2008 et ce sont les investissements en provenance des USA qui ont connu la plus forte baisse comparativement à ceux en provenance de l'UE-27. Cependant, les entrées de capitaux sous forme d'investissements de portefeuille reprennent vite pour atteindre 246 876 en 2009 et 321 541 millions de dollars en 2010.

Ces entrées de capitaux ont constitué un choc positif qui a contribué à entretenir l'euphorie sur les perspectives économiques en Chine. Pendant la période 2007-2012, les afflux de capitaux ont permis de faciliter le financement des entreprises, de soutenir le solde courant et le maintenir positif mais aussi d'empêcher la forte dépréciation du taux de change et donc de favoriser la hausse des réserves de change. Mais pas seulement, les entrées de capitaux ont aussi un effet sur les marchés financiers qui ont contribué pour le cas de la Chine à faire flamber les cours des Bourses et permettre à cette dernière de garder un indice positif enregistrant 6.1% en 2011.

2.2. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur l'Inde

Le choc de la crise financière mondiale se fait sentir fortement en Inde. C'est le canal principal de transmission de la crise vers ce pays. En effet, en 2006 et 2007, les entreprises

indiennes avaient largement bénéficié de l'abondance de capitaux étrangers et plus du quart de leurs financements venaient de l'extérieur contre 10% en 2005. Dans le courant de l'année 2008, se produisent des sorties nettes de capitaux : retrait des investissements de portefeuille et baisse des flux d'investissement directs. Ces derniers passent de 40 415 enregistrés en 2008 à 34 613 millions de dollars en 2009. De plus, ce sont les investissements de portefeuille qui ont connu la plus forte contraction avec une perte en valeur de 161 041 millions de dollars enregistrée en 2008.

Cet assèchement des sources de financement a entraîné des difficultés de financement pour les entreprises, une dégradation du déficit du solde courant qui n'a plus été soutenu par les investissements étrangers. Par ailleurs, l'impact de ces sorties de capitaux s'est également senti à travers la dépréciation de la monnaie indienne qui s'est produite en 2009 ayant entrainé de ce fait une hausse des taux d'intérêt[78].

Néanmoins, à partir de 2010, les investissements de portefeuille ont vite rebondi et ce sont les investissements en provenance des USA qui ont contribué le plus à cette hausse par rapport à ceux en provenance de l'UE-27. Mais, étant donné que ce type d'investissement est très volatil, celui-ci a diminué en 2011 à 252 214 pour remonter en 2012 à 313 253 millions de dollars.

En ce qui concerne les IDE, ils ont continué à baisser jusqu'à 2011 où ils atteignent la valeur de 28 033 pour ensuite rebondir en 2012 en enregistrant 31 554 millions de dollars.

Cette amélioration a permis de stabiliser le taux de change à 45.73 en 2010 puis à 46.67 en 2011, de faire augmenter les taux d'intérêt ainsi que de donner un souffle aux marchés financiers, qui ont connu une performance de 26.7% en 2012.

2.3. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur le Brésil

Au Brésil, les investissements étrangers financent principalement des entreprises et industries spécialisées dans l'extraction, le transport et la vente de matières premières agricoles, industrielles et énergétiques et où les investissements de portefeuille représentent en moyenne 44% des flux nets de capitaux de 2005 à 2012. Ces investissements de portefeuille qui sont par nature volatils ont engendré des déséquilibres économiques et financiers

[78] La seule possibilité pour les autorités monétaires d'attirer des réserves est d'augmenter le taux d'intérêt nominal. Ce dernier compense la dévaluation anticipée du marché et permet ainsi de maintenir la parité. Toutefois, la défense de la parité a un coût qui est souvent plus grand que les bénéfices de ce maintien. En effet, une augmentation des taux d'intérêt aura un impact très significatif sur le chômage, sur la dette publique et sur le niveau de l'endettement intérieur.

notamment l'aggravation du déficit courant du Brésil qui reste largement financé par l'excédent du compte financier (dans lequel les investissements de portefeuille occupent une place de plus en plus importante) et ceci suite aux sorties brutales enregistrées en 2008.
La valeur des investissements de portefeuille passent à 205 028 millions de dollars en 2008.
Les IDE ont également connu une baisse qui passent de plus de 45 000 enregistrés en 2008 à 25 949 milliards de dollars en 2009.
Par conséquent, le solde de la balance des comptes courants devient négatif dès le début de 2008 après avoir été légèrement positif, pour atteindre -1,7% en 2008, puis -1,5% en 2009. Concernant, les autres variables analysées, en l'occurrence le taux de change brésilien vis-à-vis du dollar, celui-ci a été affecté en raison de la forte corrélation des mouvements du real à la dynamique des investissements de portefeuille (soit environ 80%). En 2008, le taux de change a augmenté à 1.83 puis à 2.00 se traduisant par une dépréciation. Cela a eu un effet négatif sur les réserves de change qui ont enregistré une baisse de 303 milliards de dollars constatée en 2009 du fait que la Banque Centrale a puisé dans ses réserves de devises pour soutenir la monnaie nationale.
De même, au cours de cette période, pour soutenir la monnaie en encourageant l'entrée de capitaux, le Brésil a retiré son impôt sur les opérations financières à l'orée de la crise, puis de le réintroduire à nouveau lors de la dernière vague d'entrées de capitaux de 2009-2010.
Par ailleurs, suite à la reprise des investissements étrangers directs et de portefeuille observée en 2010, le taux de change s'est stabilisé autour de 1.76 et 1.67, et ceci a favorisé la hausse des réserves, et la bourse s'est appréciée pour atteindre 13.2% en 2010.

2.4. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur la Russie

Les sorties massives de capitaux consécutives à la crise financière ont entraîné de lourdes pertes pour ce pays. Pour les années 2008 et 2009, les fuites de capitaux s'élèvent déjà respectivement à 150 122 et 36 739 millions de dollars (comprenant les flux d'investissement et les IDE), entraînant de fortes pressions sur le rouble. Fin 2008, la monnaie domestique s'est dépréciée en s'échangeant à 24.85 roubles pour un dollar, puis à 31.74 en 2009.
Par ailleurs, les sorties de capitaux ont provoqué également des pertes sur les marchés des capitaux russes. En 2008, la bourse a baissé de prés de 75% (ce qui représente une perte en valeur de 1000 milliards de dollars) et les transactions ont été très volatiles, particulièrement durant les mois de mai à août 2008. En effet, la valeur de l'indice boursier (RTS) est passée de 13.3% en 2007 à 5.5% en 2008.

Face à cette situation, la Banque Centrale de Russie a dû augmenter ses taux d'intérêt, qui passent à 13.05% en 2009. Mais pas seulement, pour contrer la dépréciation du rouble, la Banque Centrale a aussi utilisé ses réserves de change, qui ont diminué de 52 milliards de dollars pendant l'année 2008. Le mot d'ordre était de freiner l'hémorragie provoquée par les sorties de capitaux en défendant la stabilité de la monnaie. Mais, les réserves en devises ont vite repris leur hausse suite à l'augmentation des exportations russes que se soit en volume ou en valeur.

Par ailleurs, à partir de 2010, la situation financière de la Russie s'est nettement améliorée, en raison de la hausse des investissements étrangers (directs et de portefeuille), permettant de soutenir l'augmentation du solde courant en 2010 et 2011, mais aussi de limiter la forte dépréciation du taux de change entamée en 2008.

2.5. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur l'Afrique du Sud

L'Afrique du Sud, au regard des informations disponibles, les répercussions de la crise financière sur les IDE à destination de cette économie ne sont pas majeures. En 2007, elle présente un flux d'IDE en part du PIB supérieur à 2%, elle se présente naturellement comme étant moins exposée et donc moins vulnérable à un retournement de ces flux.

L'Afrique du Sud aurait même enregistré un accroissement de la valeur d'IDE entrant en 2008. Ces investissements sont principalement destinés à soutenir les activités d'extraction de matières premières (à l'exemple de l'or) et les activités de service (banques, télécoms).

Cependant, les IDE entrants en 2009 ont diminué près de moitié en lien avec la contraction générale de l'activité économique car l'aversion au risque des investisseurs à l'égard des capacités de remboursement de ce pays a augmenté. Ils retrouvent ainsi leur niveau de 2007, équivalent à plus de 5 milliards de dollars environ. Les IDE entrants en Afrique du Sud sont donc dépendants de l'évolution de l'activité dans ce pays. En 2010, la tendance baissière des IDE a continué pour atteindre seulement 1,22 milliards de dollars pour ensuite remonter à près de 6 milliards de dollars en 2011. Ils ont retrouvé ainsi leur niveau d'attractivité d'avant la crise en Afrique du Sud.

Contrairement aux IDE, L'Afrique du Sud a enregistré une importante entrée nette d'investissements de portefeuille en 2009 qui ont enregistré 109 203 puis 158 113 millions de dollars pour baisser légèrement à 142 246 millions de dollars en 2011.

En gros, la monnaie sud-africaine ne s'est pas trop affectée et les réserves de change n'ont pas diminué. En revanche, les marchés financiers se sont effondrés pour atteindre 6.8% en 2008, mais qui ont connu une hausse passant à 22.7% en 2012 selon la performance enregistrée par l'indice boursier FTSE/JSE.

2.6. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur l'Indonésie

En Indonésie, il y a eu un effet de contagion financière entrainant la baisse des flux de capitaux. Elle a fait face à des sorties de capitaux considérables en 2008, les investisseurs étrangers ayant retiré de leurs portefeuilles près de 21 537 millions de dollars d'actions et d'obligations financières.

Quant aux IDE, ceux-ci ont commencé à baisser en 2009, qui ont enregistré 4 877 en 2009 contre 9 318 millions de dollars constatés en 2008.

En Indonésie, les sorties de capitaux sont une préoccupation économique récurrente du pays. D'une part, la moitié de l'investissement serait financé par des capitaux étrangers. D'autre part, la crise de 1997-98 est encore dans la mémoire des investisseurs, l'Indonésie ayant été le pays le plus touché par la crise asiatique.

A cet effet, le taux de change a pu s'effriter, réalisant une baisse de 33% au cours de cette période. Celle-ci est comparable à la baisse des autres pays émergents et exportateurs de matières premières. De plus, l'Indonésie avait déjà mis en place depuis une décennie un régime de change flottant. Ainsi, cette imposante baisse n'a pas eu de graves conséquences financières, à l'exception d'une brève période de nervosité des marchés au début de 2009. L'indice boursier a atteint un plus bas de 4 ans à 1111 fin octobre 2008 et se situe début mai à 1860, soit une baisse de 34% par rapport au pic de 2830 de janvier 2008, suite à la sortie des capitaux. En pourcentage l'indice boursier (JCI) est passé à 3% en 2008 contre 15.9% en 2007.

Hormis quelques nervosités sur le marché financier indonésien, la fuite des capitaux resta cependant modeste comparativement à ce qu'il s'est produit dans les autres pays asiatiques notamment l'Inde. C'est le faible ralentissement économique de 2008 à 2009 qui a permis de limiter le stress financier contrairement à ce qu'il se produisit en 1997-1998.

Par ailleurs, depuis 2010, nous observons une stabilisation des flux de capitaux et des variables financières. En effet, les marchés récupèrent progressivement l'appétit pour le risque ce qui bénéficie les marchés émergents, d'où le rebond de la bourse indonésienne (11.8%), du

taux de change de la rupiah (autour de 9000 rupiah contre 1 dollar) et la hausse notable des réserves de change.

2.7. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur le Mexique

Le secteur financier du Mexique était en général en bonne forme, mais en raison de sa dépendance à l'égard des investissements étrangers (directs et de portefeuille) en provenance des USA, ce pays a connu de graves difficultés financières au cours de l'intensification de la crise financière suite à la faillite de Lehman Brothers. En effet, comme pour le plus grand partenaire commercial, encore une fois, les États-Unis est le plus grand investisseur au Mexique, qui représente 44,1% des flux d'investissements en 2009 et plus de 50% de l'investissement cumulatif des flux entre 1999 et 2009. L'industrie manufacturière du Mexique est la première bénéficiaire des flux d'IDE avec environ 44% des flux d'investissement et à côté c'est le secteur des services financiers avec 26% de la totalité des flux d'IDE.

Toutefois, avec la crise financière mondiale de 2007, les deux secteurs ont connu des baisses dans les entrées d'IDE. Ces derniers ont fortement baissé en 2009, ils ont enregistrés rien qu'à cette date une diminution de 42,5%, leurs valeurs sont passées de 27 440 en 2007 à 23 683 en 2008 à 12 522 millions de dollars en 2009. Bien que les décisions d'investissement sont en corrélation avec de nombreux facteurs, mais c'est la crise financière qui a été le facteur principal. Quant aux investissements de portefeuille, ils passent à 111 966 millions de dollars en 2008 et ceux en provenance des USA ont baissé à 65 182 en 2008 contre 109 731 millions de dollars en 2007.

Par ailleurs, les envois de fonds étrangers qui sont la deuxième plus grande source de devises pour le Mexique, se sont également contractés. Le FMI[79] a déclaré que les flux d'envois de fonds officiels ont reculé de 16% en 2009 à 21,1 milliards de dollars. Cette baisse des envois de fonds vers le Mexique est nettement supérieure à la baisse des envois de fonds vers d'autres pays dépendants de l'économie américaine. Donc, ici encore la principale cause de la baisse des envois de fonds est la crise financière et le ralentissement de l'économie américaine, car l'augmentation du chômage des immigrés mexicains aux Etats-Unis est très tendue.

Ainsi, la conjonction de ces facteurs, a abouti à une augmentation du stress sur le marché des changes au Mexique et à une forte volatilité après l'effondrement de Lehman Brothers. Les statistiques montrent que la monnaie mexicaine s'est dépréciée en 2009 pour s'échanger à

[79] FMI/World Economic Outlook (2010), p. 245.

13.51 peso contre 1 dollar, ayant pour conséquence une hausse des taux d'intérêt atteignant 2.76% en 2009.

Par ailleurs, le ministère des Finances et la Banque centrale du Mexique ont mis en œuvre une série de mesures visant à promouvoir la stabilité et à créer les conditions pour empêcher des sorties de capitaux.

Ainsi, les IDE et les investissements de portefeuille ont respectivement remonté à 20 709 et 202 520 millions de dollars en 2010. Ceci a permis de freiner la dépréciation de la monnaie mexicaine et de permettre à la bourse de rebondir en enregistrant 16.1% à cette même année.

2.8. Impact de la transmission de la crise à travers le canal financier sur la Turquie

La Turquie, à la différence des économies de l'Union européenne, la crise mondiale s'est propagée directement sur le secteur réel de l'économie turque alors que son secteur financier dominé par les banques a résisté à ce choc. Son économie n'est pas vraiment dépendante des entrées de capitaux étrangers en raison de la dominance de son secteur bancaire dans le financement de l'économie. Il faut dire que les pays qui présentent des taux d'épargne et d'investissement domestiques relativement importants, une baisse des flux d'IDE et d'investissement de portefeuille entrants n'aurait pas de conséquences négatives sur leur système financier mais aussi sur leur croissance.

Cependant, la Turquie a subi une baisse des entrées de capitaux principalement pendant la période 2008-2009. Cette baisse des investissements étrangers notamment directs, dont plus de 65% proviennent de l'Union européenne, a réduit les capacités de financement des investissements du secteur privé turc qui est devenu ces dernières années le moteur de la croissance économique de la Turquie.

Au total, l'investissement diminue sensiblement, que se soit pour les IDE dont leur valeur passent à 18 148 en 2008 puis à 7 611 millions de dollars en 2009, mais à partir de 2010, les investissements directs à l'étranger ont montré des signes d'une légère reprise pour atteindre 9 038 et ensuite 15 876 millions de dollars en 2011. Pour les investissements de portefeuille, ceux-ci ont enregistré une perte qui s'élève à 34 540 millions de dollars en 2008, cependant, étant donné leur nature très volatile, ceux-ci ont vite repris en 2009 pour atteindre 87 876 puis 127 688 millions de dollars en 2010.

Par conséquent, comme les autres pays émergents, la Turquie doit affronter les conséquences de la fuite des capitaux étrangers, qui limite ses moyens de financer son déficit courant. Mais pas seulement, la crise financière mondiale s'est diffusée sur les marchés

financiers turcs, ce qui s'est traduit par une dépréciation importante de la monnaie nationale par rapport au dollar et à l'euro, par une chute des valeurs mobilières cotées à la bourse d'Istanbul et par une hausse des taux d'intérêt. La performance de la bourse a baissé à 6.1% en 2008 mais celle-ci s'est vite appréciée pour enregistrer 10.2% en 2009 puis 52.5% en 2012. Quant aux envois de fonds, ceux-ci ne sont pas un produit vital et important dans le compte de capital de la Turquie par rapport à d'autres économies émergentes notamment le Mexique.

En définitive, d'après notre analyse, nous pouvons constater que les pays les plus touchés par les effets de la crise financière de 2007 sont ceux qui ont été les plus exposés aux marchés des pays avancés, ceux dont l'économie dépend fortement des exportations notamment celles destinées aux États-Unis et à l'Union européenne. Il s'agit, entre autres, de la Chine, Brésil, Russie, l'Afrique du Sud, Mexique et la Turquie qui ont connu une forte baisse des exportations par rapport aux autres pays émergents sous revue et qui s'est répercutée négativement sur le taux de croissance de leur PIB qui a baissé respectivement en 2008 de : 0.30 points, 0.14, 0.38, 0.34, 0.54 et 0.85 points. Puis en 2009, pendant la période la plus critique de la crise où l'effondrement du commerce mondial a atteint son paroxysme, le PIB a baissé par rapport à 2007 respectivement de : 0.33 points, 1.04, 1.91, 1.27, 2.51 et enfin 2.02 points[80].

Par ailleurs, les autres pays analysés ont été affectés considérablement par le choc financier qui ont observé des sorties massives de capitaux notamment l'Inde et l'Indonésie mais dans une moindre mesure pour ce dernier, ayant des répercussions sur leurs indicateurs financiers à l'instar du solde du compte courant dont le déficit n'est plus compensé par les entrées de capitaux accentuant de ce fait leur déficit, du taux de change qui s'est fortement déprécié et enfin le taux de croissance du PIB qui a également diminué puisque l'économie de ces pays dépend considérablement des investissements étrangers. Il a baissé en 2008 de 0.38 points en Inde et 0.04 points en Indonésie, puis en 2009 respectivement de 0.50 et 0.26 points.

A cet égard, il est à noter également que la Russie et le Mexique outre le choc commercial ont également été touchés par ce choc financier, et qui ont constaté une dégradation de leurs indicateurs financiers (leur monnaie, leur bourse, leur banque…).

Enfin, nous pouvons dire que la forte ouverture commerciale et la forte dépendance au financement externe ont constitué une vulnérabilité pour ces pays émergents dans la mesure

[80] Voir l'annexe n° 12 pour l'intégralité des chiffres.

où ceux-ci ont été touchés par l'onde de choc de la crise financière la plus sévère qu'a connu le capitalisme depuis la crise de 1929.

Cependant, leur exposition à ce choc et son impact sur ces économies ont varié en fonction des facteurs mentionnés ci-dessus (interdépendances), mais pas seulement, ils différent également pour d'autres raisons, notamment à cause de l'hétérogénéité des facteurs structurels des économies affectées.

Section 3 : Analyse de l'état des fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers des pays émergents

Avant la crise financière internationale de 2007, les décideurs sont convaincus que les économies émergentes sont devenues plus résistantes aux chocs originaires des pays avancés, cependant, cette crise a jeté une ombre sur la capacité des pays émergents à se protéger contre de tels chocs.

Par ailleurs, il est important de souligner, à cet égard, qu'il y a eu des niveaux variables de résilience parmi les économies émergentes. Car ces pays se distinguent par des structures économiques et des équilibres macro-financiers de pré-crise très hétérogènes. En effet, les caractéristiques de ces pays ont joué un rôle important dans la variation de l'impact.

Cette section cherche à montrer est-ce que les pays qui disposaient de bons fondamentaux macro-économiques et macro-financiers sont ceux qui ont bien résisté à la crise ? La problématique proposée ici est donc de s'interroger sur la capacité de certains pays émergents à patienter à court terme lors des tensions internationales.

La démarche consiste à présenter la méthode d'analyse des fondamentaux de certaines économies émergentes. La qualité du positionnement de chaque pays y sera soulevé que se soit au niveau externe ou au niveau interne, pour refléter les divergences et convergences en termes de résilience mais aussi de vulnérabilité pour certains d'entre eux.

Ainsi, cette analyse suppose une sélection de variables macroéconomiques et macro-financières offrant l'opportunité d'illustrer la vulnérabilité ou la résilience de ces pays émergents au niveau externe et interne. Leurs spécificités se doivent d'être présentées afin de marier au mieux tout jugement de la qualité de leur fondamental tant à court terme qu'à moyen terme.

Les pays retenus sont ceux choisis dans la section précédente à savoir les BRICS, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie.

1. Analyse de l'état des fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers au niveau externe

La crise financière de 2007 illustre l'aptitude de certains pays émergents à dépasser ces tensions au regard de leur positionnement externe. Elle a pu d'abord les toucher indifféremment, certains d'entre eux se sont retrouvés en difficulté alors que d'autres beaucoup moins.

Cette situation nous conduit à étudier la qualité de leurs agrégats notamment au niveau externe pour refléter les divergences et convergences, en l'occurrence, entre les BRICS, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie.

A travers notre revue de littérature effectuée sur les études empiriques, celle-ci a permis de faire ressortir un nombre de variables déterminantes pour répondre à l'hypothèse posée. Cette typologie a pour ambition de distinguer, au fur et à mesure, les pays avec de bons fondamentaux, de ceux qui ont des fondamentaux plus faibles.

Les variables sélectionnées pour la structure extérieure sont : le solde de la balance courante et la situation de l'endettement extérieur sur une période allant de 2003 à 2008.

1.1. Le solde de la balance courante

La perte de compétitivité-prix à l'export est systématiquement synonyme de dégradation de la balance courante. Le solde négatif de la balance courante, commun à presque tous les pays émergents pousse à analyser cet agrégat à travers l'évolution de sa tendance, de nature conjoncturelle ou structurelle, pour être plus pertinent.

Graphique n°19 : Solde du compte courant (en % du PIB)

Source : Conçu à partir de la base de données de la Banque Mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org ⇨ Données/Indicateurs. Date de consultation le : 20/07/2014.

- Le graphique ci-dessus nous permet d'avancer les interprétations suivantes :

La Chine qui bénéficie d'activités sectorielles dans l'industrie orientées à l'international, présente des soldes courant fortement excédentaires qui devient alors atypique avec notamment un excédent du solde du compte financier puisque la Chine fait face à une entrée de capitaux importante et à l'arrivée dans cette balance d'une masse considérable de réserves de change. La tendance haussière du solde courant entamée depuis 2003 témoigne du succès du rattrapage de ce pays, mais pas seulement, elle lui confère une position d'un pays résilient face à la fuite des capitaux.

Par contre, l'Inde présente un déficit structurel de son compte courant, premier signe d'une indépendance en devenir aux capitaux étrangers. Pendant la période pré-crise, ce sont les secteurs accès à l'exportation qui stabilisaient, voire compensaient en partie, le déficit de la balance courante. Mais à partir de 2007, l'Inde a vu sa situation extérieure se dégrader, surtout lors des sorties massives de capitaux enregistrées en 2008 et 2009. A préciser également que le financement du déficit courant demeure et devient difficile dans la mesure où les investissements directs étrangers ne le couvrent qu'à hauteur de 22%. L'Inde est de plus en plus dépendante des capitaux volatils pour assurer son financement extérieur (notamment les investissements de portefeuille).

Ainsi, la volatilité des flux de capitaux est une source d'inquiétude et de vulnérabilité pour ce pays puisque les IDE ne suffisent pas à couvrir le financement du déficit courant.

S'agissant du Brésil, celui-ci bénéficie d'un solde de la balance courante excédentaire et stable et cette stabilisation témoigne du succès du rattrapage économique de ce pays. Ces excédents ont été atteints grâce à la forte présence des capitaux étrangers, à la compression des importations et à l'amélioration de la productivité des secteurs accès à l'exportation mais aussi grâce à la hausse des réserves en devises de ce pays. Ainsi, le Brésil s'est doté d'un solde courant avec une tendance excédentaire qui s'est renforcée de 2003 à 2007, lui permettant de résister au choc de la crise financière de 2007 subissant un effet négatif modéré.

La Russie, présentant des excédents courants élevés, semblait dans une position initialement plus confortable. Ce pays a bénéficié depuis les années 2000 d'entrées de capitaux importantes, de la forte hausse des réserves de change assurée grâce à l'augmentation du prix du pétrole permettant de soutenir la balance du compte courant. De plus, avec la fuite considérable des capitaux à laquelle était confrontée la Russie à partir de 2008, celle-ci a réussi à préserver un excédent du compte courant, conférant au pays une résilience de sa position à l'international vis-à-vis de cette variable.

Néanmoins, le solde de la balance courante de l'Afrique du Sud suit une tendance déficitaire depuis 2003 qui se renforce au fil des années et qui traduit, entre autres, un processus de rattrapage toujours en cours. Ce pays présentait donc une vulnérabilité extérieure avec un besoin de financement externe élevé pour compenser son déficit du compte courant qui s'est fortement dégradé avec la crise.

En ce qui concerne l'Indonésie, son solde de la balance courante est excédentaire, qui reflète notamment la réussite de son rattrapage économique, suivant néanmoins une tendance baissière depuis 2002, mais qui cesse en 2006 et 2007 permettant au pays de traverser la phase des sorties de capitaux entamée en 2008 sans trop de dégâts, contrairement à ce qui s'est produit en 1997 en amenant le pays dans une crise financière sans précédent.

Le Mexique, présente quant à lui un compte courant déficitaire mais contenu de 2002 à 2007, traduisant un processus de rattrapage en cours avec une forte dépendance aux flux de capitaux étrangers notamment ceux en provenance des États-Unis dont l'arrêt soudain de ces capitaux en 2008 a fortement dégradé son déficit de la balance courante.

Avant la crise, la Turquie présentait des déséquilibres propices à des effets de contagion jouant au travers le canal financier. En effet, ce pays avait un besoin de financement externe élevé avec un déficit structurel des paiements courants suivant une tendance à la hausse, dont les facteurs sont multiples pour expliquer le creusement de ce déficit du compte courant, à savoir, le fort contenu en importations des exportations (les principales filières commerciales

consomment une large part de biens importés intermédiaires et d'équipement), la dépréciation de la livre turque, ainsi que la faiblesse de l'épargne privée. Tous ces éléments ont contribué fortement au maintien du déficit du compte courant de la Turquie traduisant donc une vulnérabilité extérieure.

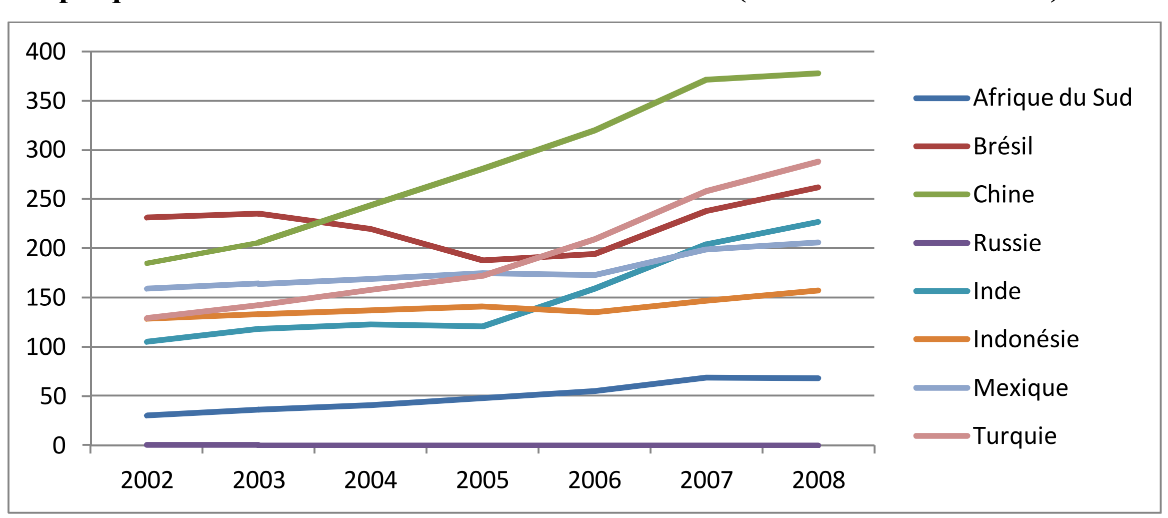
1.2. L'endettement extérieur

L'exposition du pays à l'endettement en devises à court terme n'est potentiellement soutenable qu'au regard du différentiel entre le niveau de la dette à court terme avec la dette extérieure totale.

Par ailleurs, l'évolution de la dette extérieure totale sera aussi analysée au regard du rythme d'expansion des réserves internationales. Celles-ci sont essentielles pour savoir dans quelle mesure un pays est apte à éviter les crises de liquidités.

Ces indicateurs revêtent une importance particulière pour l'analyse de la vulnérabilité extérieure des pays et sont indicatifs des tendances de la capacité d'emprunt et de remboursement du pays concerné.

Graphique n° 20 : Stocks de la dette extérieure totale (en milliards de dollars)



Source : Conçu à partir de la base de données de la Banque Mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org ⇨Données/Indicateurs. Date de consultation le : 12/07/2014.

Graphique n° 21 : Dette à court terme (en % de la dette extérieure totale)

Source : Conçu à partir de la base de données de la Banque Mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org ⇨Données/Indicateurs. Date de consultation le : 12/07/2014.

- Les graphiques ci-dessus montrent que :

La Chine, malgré que son endettement externe soit élevé et que le taux de sa dette à court terme soit significatif, ceux-ci restent soutenables dans la mesure où la Chine bénéficie de suffisamment de réserves en devises.

L'Inde, le degré de soutenabilité de son endettement externe est favorable avec une dette à court terme qui représente seulement 15,7% de la dette extérieure totale en 2006, et une augmentation de la dette extérieure totale en parallèle à celle des réserves de change, permettant ainsi au pays une certaine flexibilité dans la capacité d'emprunt et de remboursement.

S'agissant du Brésil, celui-ci présente également un niveau d'endettement extérieur favorable avec une dette à court terme ne dépassant pas 10,5% de la dette extérieure totale avant la crise, et une augmentation du stock de la dette extérieure totale soutenu du fait de l'augmentation parallèle des réserves du pays, lui conférant , de ce fait, des horizons suffisamment larges pour faire place aux mesures correctives.

La Russie, avec la forte croissance des recettes pétrolières et gazières, les autorités ont été en capacité de rembourser progressivement leurs créances accumulées. La dette extérieure est ainsi passée de 138,9 milliards de dollars en 1998 à seulement 37,4 milliards de dollars en 2007. Plus de 80% de cet endettement est en monnaie étrangère, entraînant un risque de change, cependant cette dette est en grande partie à long terme soit 77% ce qui limite le risque

de défaut[81]. En 2007, la dette à court terme représente 28% de la dette extérieure totale, ce qui traduit une situation assez forte de la position internationale de la Russie vis-à-vis de cette variable.

En ce qui concerne l'Afrique du Sud, malgré que le niveau de sa dette extérieure totale n'est pas considérable, c'est l'endettement en devises à court terme qui est problématique au regard de la dette totale. Les échéances de son endettement se sont raccourcies pour s'orienter dangereusement vers du court terme (moins d'un an). De plus, l'Afrique du Sud ne bénéficie pas de réserves en devises très importantes à l'instar des autres pays du groupe BRICS, et sans ancrage du taux de change, ceci a rendu le pays vulnérable face au choc externe.

L'Indonésie quant à elle, son endettement extérieur est soutenable au regard de son faible degré de la dette à court terme avec seulement 9% en 2006 de la dette extérieure totale et bénéficie également de suffisamment de réserves au regard du niveau de la dette extérieure totale, ce qui a permis au pays une certaine flexibilité dans le remboursement de la dette malgré la forte dépréciation de la monnaie indonésienne du fait que l'Indonésie a adopté un régime de change flottant. A noter tout de même que la vulnérabilité financière externe a considérablement diminué au cours des années 2000 notamment la vulnérabilité associée à l'endettement externe, qui avait largement contribué au déclenchement de la crise de 1997 et qui a aujourd'hui pratiquement disparu, en grande partie grâce à l'accumulation de réserves de change et à la croissance économique rapide.

Le Mexique aussi, le degré de soutenabilité de son endettement externe est favorable avec un taux de dette à court terme modéré et contenu atteignant 15,1% de la dette extérieure totale en 2006, et une hausse de la dette extérieure totale soutenue au regard de l'accumulation importante des réserves en devises de ce pays.

La Turquie, son endettement en devises à court terme avant la crise n'est pas important au regard de la dette extérieure totale, et un niveau d'endettement externe soutenable dans la mesure où la hausse de la dette extérieure totale correspond à l'accumulation importante des réserves en devises.

[81] RODADO Juan Carlos : « Russie : un aller-retour sur la crise de 1998 », flash économie, n° 328, Juillet 2008, p.6. Tiré du site web : cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=41707. Date de consultation le : 10/07/2014.

2. Analyse de l'état des fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers au niveau interne

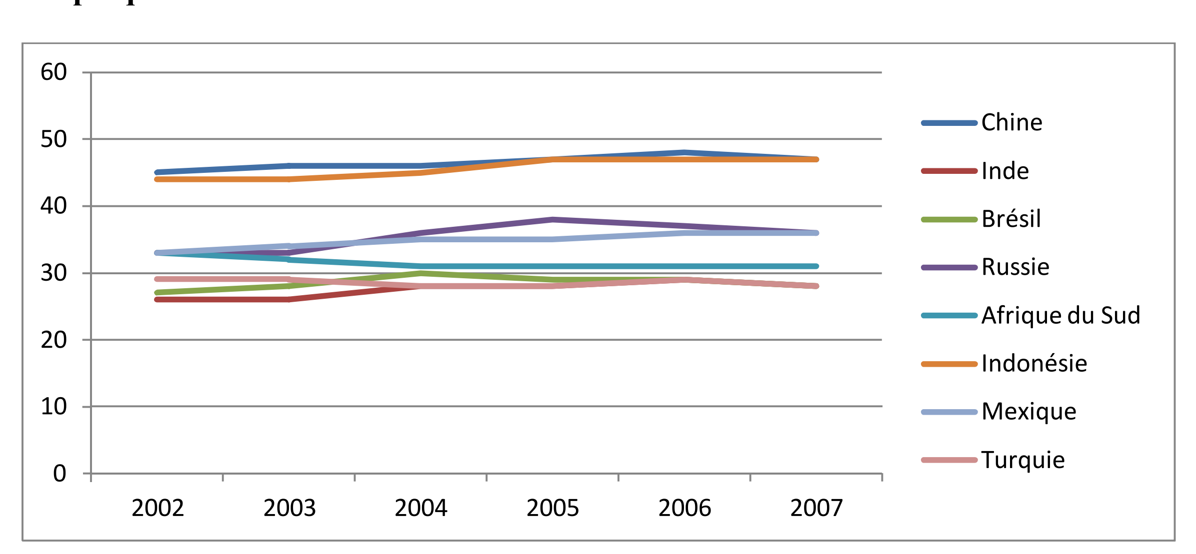
Il s'agit à présent d'étudier l'état des principaux indicateurs fondamentaux des pays émergents sous revue au niveau interne. De même, à travers notre revue de littérature effectuée sur les études empiriques, nous avons pu sélectionner des variables déterminantes et les plus pertinentes pour répondre à l'hypothèse posée. Cette typologie a pour ambition de distinguer, au fur et à mesure, les pays avec de bons fondamentaux, de ceux qui ont des fondamentaux plus faibles, et ce sur le plan interne.

Les variables choisies pour la structure interne, sont : le poids de l'industrie dans le PIB et le niveau du crédit intérieur fourni par le secteur bancaire, le ratio capital/actif ainsi que le niveau des prêts non performants pour mesurer la robustesse et la viabilité du système bancaire des pays émergents constituant l'échantillon représentatif.

2.1. Poids de l'industrie dans le PIB

L'industrie, au regard du choix de la dynamique de rattrapage économique des pays émergents, est l'élément moteur de la reconversion de l'économie par l'effet entraînant qu'il procure. Une analyse du poids de ce secteur, en comparaison des deux autres que sont l'agriculture et les services, informe de l'état d'avancement de la restructuration. En parallèle, la description de sa dynamique permet de juger de son potentiel de progression à long terme.

Graphique n° 22 : Part de l'industrie dans le PIB



Source : Conçu à partir de la base de données de la Banque Mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org ⇨Données/Indicateurs. Date de consultation le : 07/08/2014.

- Le schéma démontre que les pays sous revue présente un tissu industriel qui varie d'une économie à l'autre du fait notamment des différentes trajectoires d'émergences adoptées par chaque pays :

Pour la Chine, cette économie est dominée par un secteur industriel puissant et dynamique. La production de l'industrie a doublé entre 2001 et 2007 et son poids dans le PIB a atteint 47% en 2007. Des industries manufacturières très compétitives sur le marché mondial assurent à la Chine des excédents commerciaux en continuelle expansion et l'industrie chinoise a un degré d'ouverture très élevé au commerce international. Par ailleurs, la croissance repose sur un effort considérable d'investissement qui a assuré une modernisation des infrastructures, mais qui a aussi créé des surcapacités dans de nombreux secteurs industriels.

Ainsi, la Chine a su tirer davantage d'une forte industrialisation tournée vers les exportations qui joue un rôle déterminant avec un poids et une dynamique importante. Il faut souligner, à cet égard, qu'une véritable politique de restructuration a été effectuée, témoignant d'une viabilité de la qualité du processus de rattrapage économique de la Chine, lui permettant aujourd'hui d'être fortement compétitive.

En Inde, le secteur industriel n'y est pas dominant dont sa part varie autour des 26% et 29% du PIB entre 2003 et 2007 et avec une industrie manufacturière qui est restée relativement étroite. Ce sont, en revanche, ses services qui dominent l'activité économique et font 55% du PIB en 2007[82] dont les services liés aux nouvelles technologies de l'information et de la communication qui forment un secteur très internationalisé et particulièrement dynamique, et leur croissance dépasse systématiquement celle de l'industrie.

On comprend alors que l'Inde dans sa transition s'est fortement spécialisée dans les services et faiblement dans l'industrie et où l'activité économique est relativement peu dépendante des marchés extérieurs à l'inverse de la Chine. La consommation intérieure représente 67% du PIB en Inde en 2007 et 48% en Chine[83]. Cela a constitué un point fort et un facteur de résilience pour l'Inde qui a permis de limiter les effets du retournement de la demande extérieure sur son économie.

[82] Extrait du rapport de la CNUCED (2008), p.

[83] LEMOINE Françoise : « La Chine et l'Inde : les plus solides des BRICS », Revue d'économie financière, n° 103, 2011, p. 231.

Concernant le Brésil, aux côtés d'une économie agricole très dynamique, le Brésil dispose d'un appareil industriel très diversifié et de haut de gamme, toutefois, pas assez dynamique au regard du taux de l'industrie en pourcentage du PIB qui varie entre 28 et 30%.
L'existence d'industries hautement sophistiquées, comme l'aéronautique qui donne au Brésil un rang du premier constructeur mondial d'avions régionaux, ainsi que la présence d'un des pôles économiques parmi les plus importants au monde au sein de l'Etat de São Paulo, constituent autant de traits saillants de ce haut degré de développement industriel, à l'origine de l'essor des exportations de biens manufacturés. Le secteur des services joue également un rôle important dans cette économie. L'État accueille des pôles d'activité notamment dans le domaine des télécommunications et l'informatique qui génère quant à lui un chiffre d'affaires significatif et totalise 8 500 entreprises fournissant près de 40 000 emplois directs[84].

Quant à la Russie, celle-ci repose sur une stratégie de spécialisations industrielles orientées à l'international, importante et dynamique avec 36% en 2004 et 37% en 2007. Néanmoins, son secteur industriel est très peu compétitif qui n'a pas encore achevé sa phase de transition même si certains secteurs sont, cependant, compétitifs à l'exportation (notamment la mécanique et les armes).

L'Afrique du Sud est dotée d'un secteur industriel non dominant ne dépassant pas les 32% du PIB et pas assez compétitif, cependant, elle bénéficie d'une activité industrielle dynamique grâce notamment à l'industrie minière dont l'Afrique du Sud demeure un principal exportateur de métaux précieux dans le monde.

S'agissant de l'Indonésie, ce pays peut-être caractérisé d'une domination industrielle assez forte et dynamique (44% en 2004 et 47% en 2007), mais sans un taux d'ouverture excessif et donc une intégration pas véritablement significative au reste du monde. Elle possède toutefois de ressources naturelles importantes dans l'agriculture avec une population active encore largement employée dans ce secteur. De ce fait, l'Indonésie a subi, à ce stade, un choc de croissance relativement modéré et ces structures économiques citées ont probablement constitué un facteur de résilience face aux chocs commerciaux associés à la phase d'exacerbation de la crise mondiale.

Le Mexique, se caractérise par des spécialisations internationales fortement excédentaires comme le confirme l'importance de son industrie tant en taille qu'en dynamisme (36% du PIB). En outre, le Mexique a su diversifier ses sources de revenus en développant

[84] Tiré du site web : www.senat.fr › ... › Rapports › Rapports d'information. Date de consultation le : 14/07/2014.

successivement les secteurs du textile-habillement, de la sidérurgie, de l'automobile, de l'électronique, puis de l'aéronautique qui connaît une véritable phase d'ascension depuis 2005. Ce modèle de développement fait donc de l'industrie l'un des piliers centraux de l'économie mexicaine qui réalise 38% de la valeur ajoutée du pays en concentrant 26% de l'emploi total[85]. Ajoutant à cela, le fort dynamisme du secteur tertiaire qui représente 60% du PIB et 52% de la population active[86].

La Turquie quant à elle, n'a pas de spécialisations internationales fortement excédentaires et son tissu industriel n'est pas très dynamique avec seulement 28% en 2004 et 26% en 2009. On remarque que le poids de la production industrielle dans le PIB pendant la crise a baissé car ce secteur représente une part très importante dans les exportations (essentiellement à destination de l'Europe) qui se sont fortement contractées pendant cette période. Néanmoins, malgré un choc de croissance violent à court terme, la Turquie paraît mieux armée du point de vue de sa spécialisation productive. En effet, d'importantes transformations structurelles ont été observées dans ce pays depuis la fin des années 1990. Après les secteurs du textile et des vêtements qui paraissent durablement sur une trajectoire de déclin en raison de la concurrence asiatique et qui étaient les principaux secteurs dans lesquels s'est spécialisé la Turquie, celle-ci s'appuie désormais sur une progression de la productivité dans les secteurs à intensité technologique plus forte qui émergent rapidement, notamment: les véhicules à moteur, les machines et équipements (dont les équipements électroménagers) et, dans une moindre mesure, les produits chimiques. Ainsi, cette transformation de la structure industrielle turque conforte la montée en gamme et la diversification de la base d'exportation. Récemment, le secteur des machines et des équipements de transport devient le premier poste d'exportation de la Turquie devant les produits manufacturés.

2.2. La robustesse bancaire

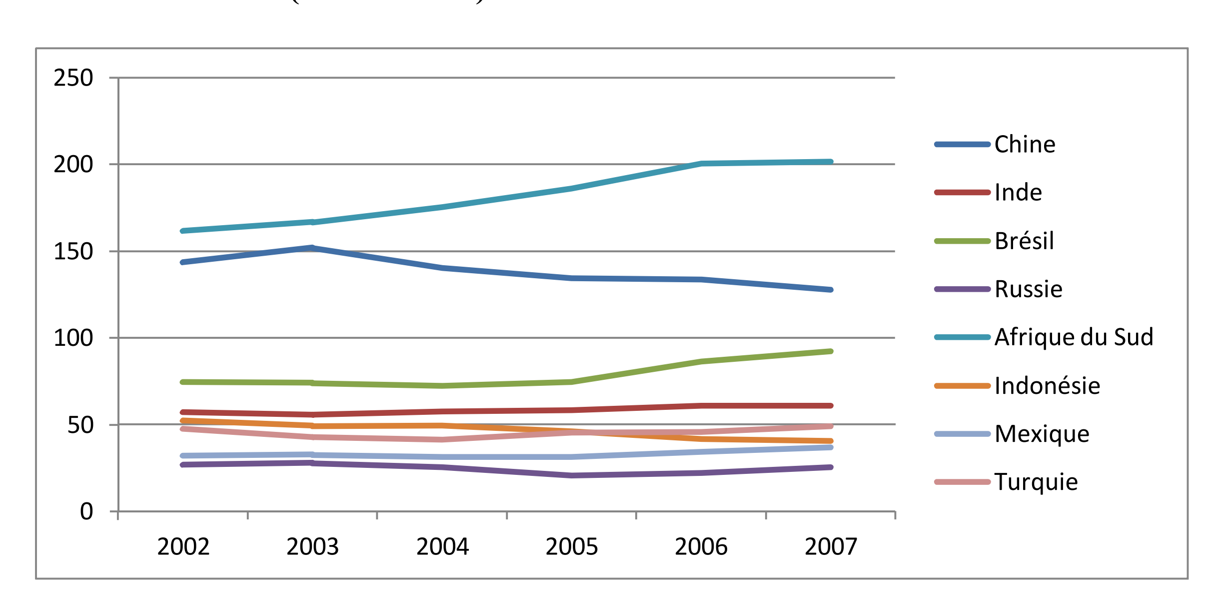
Plusieurs indicateurs ont été sélectionnés pour mesurer la robustesse et la viabilité des systèmes bancaires des pays émergents sous revue, à savoir :

- La croissance du crédit intérieur fourni par le secteur bancaire, cet indicateur permet de saisir à la fois la faiblesse du système bancaire et le laxisme de la politique monétaire ;

[85] Tiré du site web : www.diplomatie.gouv.fr/fr/dossiers.../mexique/presentation-du-mexique. Date de consultation le: 14/07/2014.
[86] Idem.

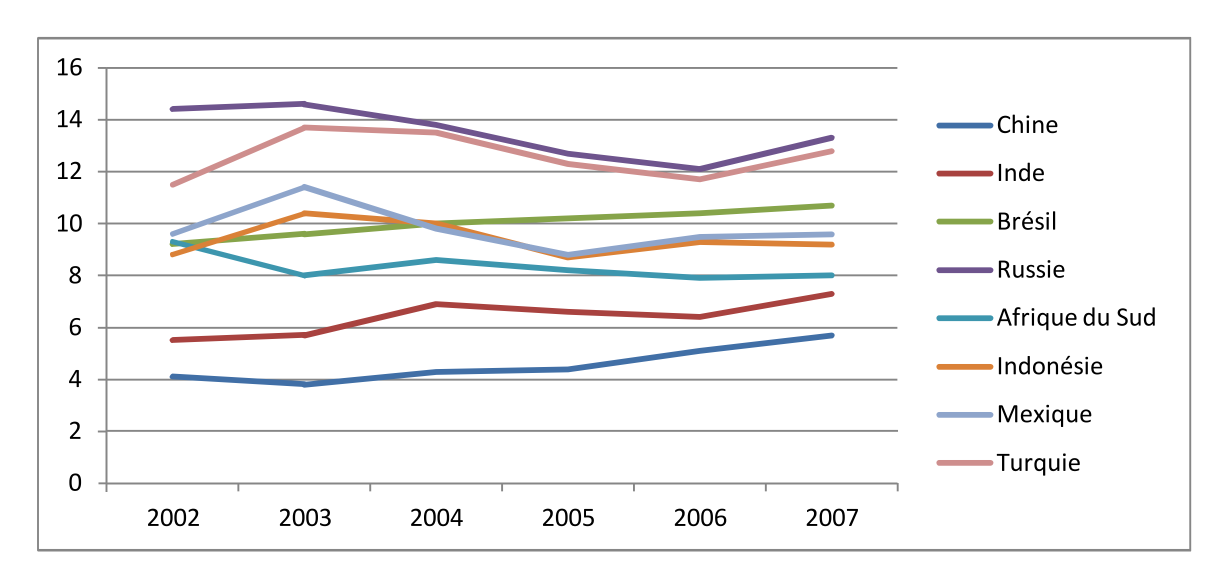
- le ratio capital/actif des banques, l'intérêt de cet indicateur est d'informer sur la robustesse du secteur bancaire avant et après la crise ;
- ainsi que le niveau des prêts non performants, qui permet de se focaliser sur la viabilité de l'activité de crédits à travers la défaillance des prêts au sein des pays émergents. La dégradation de la conjoncture économique induite par les tensions financières internationales, a fragilisé de nombreux agents économiques locaux, d'où l'intérêt d'analyser l'évolution de cet indicateur.

Graphique n° 23 : Croissance du niveau de crédits distribués par le secteur bancaire (en % du PIB)



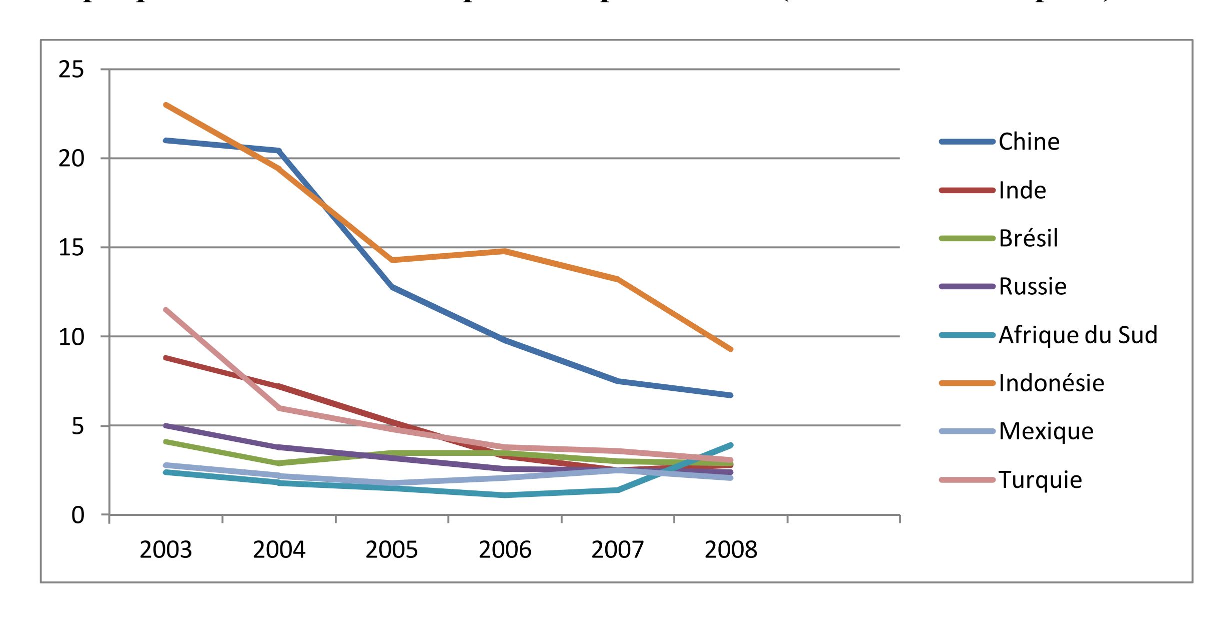
Source : Conçu à partir de la base de données de la Banque Mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org ⇨ Données/Indicateurs. Date de consultation le : 08/08/2014.

Graphique n° 24 : Evolution du ratio capital/actif des banques (en %)



Source : Conçu à partir de la base de données de la Banque Mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org ⇨ Données/Indicateurs. Date de consultation le : 09/08/2014.

Graphique n° 25 : Montant des prêts non performants (en % du total des prêts)



Source : Conçu à partir de la base de données du FMI. Tiré du site web: www.imf.org ⇨ IMF Data and Statistics/ Principal Global Indicators. Date de consultation le : 09/08/2014.

- Après description de ces schémas, nous observons que la robustesse et la viabilité du secteur bancaire est hétérogène pour les pays analysés :

La Chine a un niveau du crédit intérieur fourni par le secteur bancaire important sur la période 2002-2007, reflétant la profondeur de l'intermédiation bancaire dans ce pays. Elle a

enregistré avant la crise 127,8% de crédits distribués à l'économie par les banques avec une épargne domestique assez significative d'une valeur de 52% (en 2007)[87], ce qui traduit que les banques chinoises possèdent la capacité d'octroyer des crédits avec l'épargne des ménages sans recourir au financement externe.

Concernant la robustesse du système bancaire, les banques chinoises ont su maîtriser leurs ratios avec un ratio capital/actif qui s'est amélioré au fil des années pour être ramené à 5,7% et avec, néanmoins, un niveau de prêts non performants relativement élevé avec 6,7% du total des prêts, qui s'est dégradé pendant la crise à 7,3% en 2009.

L'Inde, dispose également d'un niveau de crédit fourni par le secteur bancaire assez important mais dans une moindre mesure que celui de la Chine, qui s'est accru depuis 2004 atteignant 60,8% en 2007 avec une épargne domestique de 37%[88] enregistrée avant la crise. Il est important de souligner, à cet égard, que le financement de l'économie se fait principalement par le marché financier notamment par les non résidents, c'est-à-dire par des capitaux étrangers pour lesquels l'Inde est très dépendante.

Le ratio capital/actif est acceptable et contenu pour la période pré-crise avec un taux de prêts non performants de 3,3% pour 2007, traduisant la robustesse du système bancaire indien.

En ce qui concerne le Brésil, celui-ci présente aussi un niveau significatif de crédit fourni par les banques qui assurent une grande partie du financement de l'économie.

Quant à la qualité de son système bancaire, celui-ci parait robuste au regard de la valeur du ratio capital/actif et du taux des prêts non performants qui reste modéré avec 3% en 2007, et qui s'est maintenu pendant la crise.

S'agissant de la Russie, celle-ci enregistre un faible niveau de crédit intérieur distribué à l'économie par les banques avec seulement 25,5%, car cette économie dépend beaucoup du financement externe.

Son secteur bancaire est relativement pas assez robuste comme le confirme la dégradation du ratio capital/actif qui passe de 14,6% en 2003 à 13,3% en 2007, tandis que le taux des crédits non performants est acceptable qui a suivi une tendance baissière depuis 2003 pour se stabiliser autour de 2% du total des crédits, ce qui a permis aux banques russes d'éviter des difficultés financières importantes.

---

[87] Extrait de la base de données de la Banque mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org/Données/Indicateurs.

[88] Idem.

L'Afrique du Sud, son niveau de crédit intérieur fourni par les banques reflète la forte présence de ces dernières dans le financement de l'économie puisqu'il atteint 201,6% en 2007, soit le plus fort niveau des BRICS. Cependant, cette forte croissance du crédit accentuée à partir de 2005 peut-être considéré comme un facteur de vulnérabilité comme il a été classé par le FMI (1999)[89] dans la mesure où cette croissance n'est pas soutenue avec un taux d'épargne domestique pas assez significatif, soit 14% constaté en 2006, traduisant le recours des banques à des financements externes.

Elle dispose, cependant, d'un système bancaire sain avant la crise avec un montant de prêts non performants ne dépassant pas les 1,4% en 2007 du total des crédits. Néanmoins, ce dernier s'est dégradé pendant la crise en atteignant 5,9% en 2009. Quant à la robustesse bancaire, celle-ci informe d'une dégradation inquiétante de ses ratios (le ratio capital/actif passant de 7,9% en 2006 à 5,7% en 2008 puis à -8,4% en 2009).

L'Indonésie, son niveau de crédit fourni par les banques est faible avec un cycle de crédit qui ralenti depuis 2002 en atteignant seulement 40,6% en 2007, ce qui traduit la forte financiarisation de l'économie indonésienne dont les capitaux étrangers représente une part importante dans le financement de l'activité économique.

La robustesse bancaire informe d'une légère amélioration de son ratio capital/actif en 2005 et 2006 qui passe à 9,3% en 2006. Toutefois, les banques ne sont pas assez scrupuleuses dans l'octroi des crédits au regard du montant élevé des prêts non performants enregistré avant la crise, mais qui a connu une baisse juste après traduisant l'effort des banques dans la restructuration de leurs bilans. Cela leur a permis de traverser la crise financière internationale sans subir des pertes importantes.

Quant au Mexique, celui-ci présente également un niveau de crédit accordé par le secteur bancaire faible avec toutefois un taux d'épargne domestique relativement important avec 23% constaté en 2006.

Son système bancaire n'est pas assez performant et la dégradation de son ratio capital/actif le confirme qui passe de 11,4% en 2003 à 9,5% en 2006, tandis que le bilan des banques parait sain au regard du montant des crédits non performants ne dépassant pas 2,5% et qui s'est maintenu pendant la crise, leur permettant d'éviter la crise bancaire de 2008 sans enregistrer de lourdes pertes de bilan.

---

[89]Perspectives de l'économie mondiale, FMI, 1999, p. 83. Tiré du site web: books.google.fr/books?isbn=1557758107. Date de consultation le : 26/06//2014.

Enfin, la Turquie dispose aussi d'un niveau de crédit intérieur fourni par les banques pas assez significatif au regard du faible taux de 45,8% constaté avant la crise, avec une robustesse bancaire qui se confirme à travers la stabilisation du ratio capital/actif autour de 11,7% et 12,8% enregistré respectivement en 2006 et 2007 et une évolution à la baisse des prêts non performants entamée depuis 2003, traduisant l'apport positif des réformes engagées par le gouvernement en accentuant principalement la surveillance en matière de réglementation bancaire.

Ainsi, la faible croissance du niveau des crédits octroyés, l'amélioration de la viabilité de l'activité de crédit ont constitué un facteur de résilience pour le secteur bancaire turc et lui ont permis de traverser la crise sans subir de lourdes conséquences.

La présentation de la situation du positionnement des BRICS, de l'Indonésie, du Mexique et de la Turquie, au regard des leurs fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers, explique le degré de résilience ou de vulnérabilité pour une partie d'entre eux.

La description analytique de leur capacité de résistance permet maintenant de comparer les résultats (différents) obtenus avec les conséquences de la crise financière récente, car chacun les a affectés à différents degrés, notamment en termes de croissance[90].

Il faut dire que les pays qui présentaient un endettement extérieur relativement faible, un solde courant positif, une industrie dynamique, des taux d'épargne et d'investissement domestiques importants, ont eu une baisse du taux de PIB relativement modérée, à l'exception du Brésil, et ce en raison de la forte baisse de ses exportation. Ainsi, nous pouvons dire que toute économie quelle qu'elle soit, fût-elle la plus puissante du monde, présente toujours quelques faiblesses sur lesquelles prend appui la contagion d'une crise financière.

Par contre, d'autres pays comme l'Afrique du Sud et la Turquie qui étaient caractérisés par un fort endettement extérieur, un solde courant en déficit et la Russie avec une industrie peu dynamique et faiblement compétitive et un système bancaire peu robuste, se présentaient naturellement comme étant les plus vulnérables à un choc externe, dans la mesure où ceux-ci ont été fortement affectés par la crise.

Ainsi, l'hétérogénéité des structures économiques et des équilibres macro-financiers ont fait que ces économies ont été affectées différemment par le choc extérieur et les faiblesses intrinsèques de ces économies ont joué un rôle d'amplificateur de l'impact de la crise, en

[90] Se reporter à l'annexe n°12 pour voir l'ampleur de l'impact de la crise sur les pays émergents analysés en termes de croissance.

revanche, les bons fondamentaux pour certaines de ces économies ont joué le rôle d'amortisseur face au choc de la crise et leur a permis de mieux résister et d'assurer un retour rapide à la croissance.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons essayé d'analyser la contagion de la crise financière internationale de 2007 aux pays émergents en étudiant la façon dont elle s'est transmise et son impact, tout en montrant l'importance du clivage : interdépendance/contagion et fondamentaux/contagion.

L'interprétation de ces événements nous a permis, en effet, de nous positionner par rapport au débat concernant l'explication des crises soit par des facteurs exogènes (la contagion par les interdépendances) soit par des facteurs endogènes (les fondamentaux). En fait, ces deux facteurs semblent bien se combiner intimement dans la transmission et dans l'amplification de l'impact de la crise en question sur les pays analysés. Dès lors, afin d'identifier empiriquement la contagion, il était nécessaire de le faire dans un cadre commun où nous tenons compte des facteurs d'interdépendance et de l'effet des fondamentaux.

L'idée que les économies émergentes étaient assez fortes pour supporter la crise financière de 2007 et qu'elles pourraient même compenser la chute de la demande mondiale agrégée s'est révélée fausse. La violence de ce choc global était telle qu'aucun pays n'a pu rester à l'écart de cette crise, son impact était négatif et les a gravement affecté, mais à des niveaux d'impact différents et avec des différences dans les degrés d'intensité, et ce pour diverses raisons. D'une part, pour les interdépendances existantes entre les pays avancés et les pays émergents. En réalité, les années qui ont précédé la crise avaient été marquées par une augmentation de l'intégration mondiale. L'interdépendance mondiale s'est resserrée, tant sur le plan commercial que financier, à l'origine d'effets de contagion prépondérants qu'il peut convenir de définir d'éléments de vulnérabilité propre au pays notamment émergents sans pour autant témoigner de la dégradation de ses fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers.

D'autre part, à cause de l'effet des fondamentaux. Manifestement, si les marchés émergents avaient subi la crise avec des fondamentaux plus dégradés, les pertes de croissance auraient été plus importantes et les conséquences financières auraient sans doute été pires. Cette résilience pour certains peut donc s'expliquer en partie par la plus grande solidité des

fondamentaux, mise en place avant la crise. Ces dernières années, de nombreux pays émergents ont semblé avoir tiré les leçons de leurs erreurs passées. Ils ont réduit leur exposition aux chocs extérieurs en améliorant leur cadre institutionnel, leur bilan et leur crédibilité. Ils ont augmenté leurs réserves de change, réduit leur dette, consolidé leur système financier et sa régulation, amélioré leur situation budgétaire et instauré un cadre institutionnel plus crédible…etc. Dans cet ordre d'idées, nous estimons que les améliorations ont été relativement importantes dans les BRICS (à l'exception de la Russie et de l'Afrique du sud), en Indonésie mais aussi en Turquie.

En définitive, la crise financière internationale a touché l'ensemble des pays émergents sous revue, dans une mesure toutefois variable. La nature et l'ampleur des répercussions dépendent des facteurs cités plus haut, mais qui ont vite retrouvé une croissance positive et ont bien su rebondir.

Néanmoins, quoi qu'il en soit, les pays émergents doivent encore relever de nombreux défis, surtout dans le domaine microéconomique, afin de renforcer leur solidité intérieure (par tirer la croissance par la consommation intérieure) et augmenter leur potentiel de croissance.

Conclusion générale

Conclusion générale

Des tensions financières et économiques ont marqué la sphère internationale ces dernières décennies. Ces conjonctures défavorables ont mis en évidence le caractère contagieux, souvent violent, des crises financières qui ne sont pas restées bornées au pays où le déclenchement de la crise a eu lieu, mais se sont propagées à l'extérieur pour affecter d'autres économies.

Le déclenchement de la crise financière de 2007, née aux États-Unis suite à l'éclatement de la bulle immobilière, a ébranlé le système financier international et l'économie mondiale. En effet, celle-ci se démarque par sa sévérité et sa rapide propagation avec un fort effet de contagion. Elle s'est transmise aux économies mondiales à un rythme exceptionnel, emportant les économies développées, émergentes, mais aussi les économies en voie de développement.

L'objectif de notre travail de recherche était alors d'analyser les mécanismes de son éclatement, de sa propagation et d'examiner ses effets de contagion, en particulier, sur les pays émergents qui ont constitué notre champ d'analyse.

Contrairement aux épisodes de crise antérieurs, la crise financière de 2007 a une caractéristique particulière, elle a son origine dans les marchés financiers des plus avancés et s'est propagée aux pays émergents à travers les canaux des secteurs financier et réel. Cette crise est donc venue dans les économies émergentes comme un choc externe, se posant ainsi en opposition par rapport aux crises précédentes, qui étaient pour la plupart d'origine interne (locale).

En outre, dans le contexte de la mondialisation et de la multiplication des relations financières et réelles, les pays émergents ne pouvaient rester à l'écart des chocs et, particulièrement, des chocs de l'importance de celui qu'a connu l'économie mondiale à partir de 2007. Ces pays ont donc été touchés de plein fouet par cette crise, néanmoins, à des niveaux d'impact différents et avec des disparités dans les degrés d'intensité.

Ainsi, ce travail de recherche a posé le problème de la contagion de la crise financière internationale de 2007 aux pays émergents. Dans ce cadre, plusieurs interrogations sont portées, notamment, sur les raisons qui ont fait que l'impact a été très prononcé sur certains de ces pays et d'autres moins.

Sur cette problématique, l'idée principale de ce travail de recherche était d'analyser la transmission de la crise financière internationale de 2007 aux pays émergents, de montrer son impact, d'expliquer dans quelle mesure les a-t-elle atteints et pourquoi y a-t-il des niveaux

variables d'impact. Autrement dit, est-ce que les pays présentant les plus fortes vulnérabilités[1] sont ceux qui ont été le plus touchés par la crise ?

Afin d'étudier, d'analyser de pouvoir répondre à cette problématique, ce travail de recherche s'est organisé autour de quatre chapitres. Les deux premiers chapitres avaient pour objectif de faire l'analyse théorique du phénomène des crises financières et de leur contagion, et ce, à la lumière des développements théoriques effectués sur ce sujet. Il fallait étudier et analyser comment on identifie ces deux phénomènes et, surtout, comment les théoriciens ont approché ce problème économique afin de comprendre la nature, les caractéristiques, l'évolution et la propagation des crises financières. Ceci a permis d'offrir les fondements nécessaires à la réflexion de la problématique de ce mémoire.

➢ Ainsi, sur le plan théorique, il ressort de notre revue de littérature que :

- les crises financières sont des phénomènes très complexes quant à leur nature et à leur évolution dans le temps. On fait face à un phénomène qui change dans le temps et qui prend des aspects différents selon la période et les lieux où il s'annonce. Les crises financières ne se répète jamais à l'identique en prenant diverses formes selon qu'elles frappent les marchés et institutions.
- Ce phénomène est désormais mesurable qu'il soit crise bancaire, de change, de la dette ou boursière …etc. Néanmoins, leur prédiction reste une question difficile et très délicate, et ce malgré la mise en place d'un certains nombre de méthodes permettant d'anticiper les crises, puisque l'élément devant servir à mesurer la vulnérabilité est lui-même variable du fait que la cible est mouvante. En effet, les méthodologies adoptées reposent sur l'obtention du différentiel de fluctuation de variables déterminantes par un comportement changeant avant, pendant et après une crise. Il est vrai que, la plupart des indicateurs donnent de bons résultats pour détecter les crises, mais ces indices ne peuvent être définis de précurseurs que pour le retournement de la conjoncture du pays (ils se déclenchent lorsque la situation économique et financière d'un pays se dégrade) et nullement vis-à-vis d'effets de contagion internationaux. Cependant, les crises liées à la faiblesse des données fondamentales, qui rend l'économie vulnérable à des chocs négatifs, sont peut-être prévisibles.
- les crises financières sont un phénomène récurrent qui scande le cycle financier en l'amenant de bulle en bulle. En effet, l'analyse historique des crises a permis de mettre

[1] Pour rappel, la notion de vulnérabilité est à conceptualiser en termes de dépendances et de faiblesses des fondamentaux qui vont se matérialiser sous forme d'effets de contagion.

en évidence leur fréquence accrue, surtout à partir des années 1990, en constatant que les crises qui se répètent le plus sont les crises de change et les pays émergents sont a priori plus vulnérables que les pays développés qui, rappelons-le ont traversé une série de crises et qui se sont succédé à un rythme rapide depuis le début de la globalisation financière.

- Cette forte fréquence des crises s'est manifestée avec la globalisation et l'intégration des marchés financiers qui ont induit un contexte d'interdépendance entre économies où l'instabilité a amplifié les phénomènes de contagion.
- Il convient de souligner, à cet égard, que les économistes ne sont pas unanimes pour une définition unique de la contagion et ne sont pas parvenus à s'unifier sur un seul mécanisme bien déterminé de la contagion, notamment dans le contexte des récentes crises financières puisque le phénomène de contagion n'ait attiré l'intérêt des économistes qu' avec les crises des pays émergents des années 1990. Cependant, la contagion dans son acceptation la plus large, désigne le fait qu'une crise sur un marché d'un pays accroît significativement la probabilité de tensions sur les marchés des autres pays, pouvant ainsi conduire à une succession de crises sur plusieurs pays. Cette propagation des chocs d'une économie à l'autre s'opère à travers différents canaux de transmission, à savoir : les canaux commerciaux et financiers, le canal du choc commun, et le canal du changement de comportement des investisseurs internationaux.
- La contagion est donc un facteur de propagation des crises, qui se manifeste à travers plusieurs mécanismes distincts et constitue aujourd'hui l'un des faits marquants des marchés financiers internationaux et de l'économie mondiale.

Par ailleurs, les deux derniers chapitres se sont penchés sur l'analyse de la crise financière de 2007 et sa contagion aux pays émergents. En premier lieu, il nous a semblé nécessaire d'effectuer une analyse de son contexte pour mieux comprendre ses causes immédiates, son évolution et ses conséquences ainsi que les réponses apportées par les gouvernements pour endiguer les effets de cette crise. En deuxième lieu, nous avons analysé la contagion et son impact macroéconomique mais aussi macro-financier sur les économies émergentes. Certaines études de cas de pays concernés ont été effectuées en mettant en évidence les facteurs qui expliquent les niveaux variables de vulnérabilité et de résilience parmi les pays émergents.

Notre étude analytique consistait donc à essayer de démontrer la transmission de la crise financière internationale de 2007, en vérifiant empiriquement la contagion comme mécanisme de transmission tout en tenant compte du rôle de l'interdépendance et des fondamentaux entre les économies affectées dans le mécanisme de contagion afin d'identifier les principales caractéristiques qui ont rendu ces économies plus ou moins vulnérables à la transmission de la crise des économies avancées.

La méthodologie suivie pour cette analyse était fractionnée en plusieurs étapes. Il fallait, tout d'abord, analyser la transmission de la crise aux pays émergents dont l'outil d'analyse s'est appuyé sur deux canaux de transmission : le canal commercial (réel) et le canal financier.

Nous avons cherché à identifier les liens commerciaux et financiers des BRICS, de l'Indonésie, du Mexique et de la Turquie avec les États-Unis et l'Union européenne (UE-27) car l'épicentre de la crise vient de ces deux régions. A cet effet, nous avons retenu comme indicateurs de mesure: Le taux d'ouverture commerciale et l'intensité des échanges commerciaux (en valeur) entre chaque pays émergents vis-à-vis des États-Unis et de l'UE-27, et la part des investissements étrangers (directs, de portefeuille) en provenance des USA et de l'UE-27 pour mesurer la dépendance au financement externe.

Nous avons choisis ces indicateurs pour essayer de mesurer l'exposition des économies émergentes au risque de contagion du choc global qui diffère suivant ces critères. En quantifiant ces différences, nous avons pu identifier les pays les plus vulnérables au choc et cerner ensuite les enjeux posés par l'impact de la crise sur la trajectoire de croissance de ces économies à court et à moyen terme.

Puis, nous avons tenté de quantifier l'état des fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers pendant la période pré-crise, puisque l'idée était de justifier empiriquement que des pays émergents, dont les fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers sont robustes, peuvent néanmoins entrer en crise (ou être seulement affecté par un choc extérieur) par des effets de contagion sans pour autant témoigner d'une vulnérabilité fondamentale qui pourrait leur être propre. Mais aussi de justifier, par ailleurs, leur dégradation comme élément amplifiant l'impact d'un choc extérieur sur une économie présentant des vulnérabilités.

La démarche consistait à présenter la méthode d'analyse des principaux fondamentaux des économies émergentes sous revue. La qualité du positionnement de chaque pays y a été soulevé que se soit au niveau externe ou au niveau interne, en sélectionnant des variables macroéconomiques et macro-financières qui offrent l'opportunité d'illustrer la vulnérabilité

ou la résilience de ces pays émergents, dont le choix de celles-ci s'est effectué principalement à travers notre revue de littérature réalisée sur les études empiriques.

- Ainsi, au niveau empirique, après avoir vérifié la pertinence des deux facteurs interdépendances et fondamentaux lors de la récente crise financière, plusieurs résultats ont été établis :

- Le premier essai empirique nous a permis de vérifier la significativité statistique de la présence de l'effet de l'interdépendance commerciale et financière et de la contagion qui en résulte. Nos estimations nous ont permis de montrer que les pays émergents affectés avaient de forts liens avec les pays avancés. Ces liens commerciaux et financiers ont alors fortement joué dans la transmission de cette crise financière dont les pays les plus dépendants commercialement et financièrement vis-à-vis des marchés internationaux sont ceux qui ont fortement pâti et ont observé des baisses brutales de leurs taux de croissance.
- Quant au deuxième, il nous a permis d'analyser la complémentarité entre la contagion et les fondamentaux qui s'inscrit, entre autres, dans le cadre des modèles de première génération que des modèles de deuxième génération. Certains des pays analysés qui possédaient de bons fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers, mais qui présentent certaines faiblesses pour peu qu'on l'étudie attentivement, ont été cependant affectés par la crise et ce malgré leur fort positionnement, d'autres qui étaient caractérisés par une faiblesse sous-jacente de leurs fondamentaux ont été fortement touchés par la crise, dont les effets de contagion n'ont fait qu'amplifier la dégradation des fondamentaux. De cela, il en résulte que l'éruption ou la contagion des crises financières prend toujours appui sur certaines faiblesses intrinsèques des économies affectées. Toute économie quelle qu'elle soit, fût-elle la plus puissante du monde, présente toujours quelques faiblesses et les effets de contagion ne viennent qu'accentuer l'impact du choc externe.

Ainsi, d'après ce qui précède, nous pouvons que confirmer les deux premières hypothèses qui postulent que : La crise financière internationale de 2007 s'est transmise aux pays émergents par le canal commercial et financier et que les pays les plus touchés sont les plus exposés au risque de contagion vis-à-vis des pays avancés. En effet, les pays émergents analysés ont été touchés par la baisse des exportations qui résulte du recul de la demande étrangère et par la baisse des entrées de capitaux provoquée par l'assèchement de la liquidité

au niveau mondial mais aussi par la hausse de l'aversion au risque global. Les pays les plus affectés sont donc ceux qui dépendaient de la demande extérieure et du financement externe.
En ce qui concerne la dernière hypothèse, celle-ci est aussi validée qui est traduite sous les termes : Les pays émergents, dont les fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers sont robustes, sont ceux qui ont bien résisté à la crise, car l'impact a été moins prononcé dans les économies affichant un niveau faible dans les indicateurs de vulnérabilité, c'est-à-dire ceux qui disposaient de bons fondamentaux, par contre, l'impact a été plus amplifié dans les pays estimés vulnérables en raison de la faiblesse de leurs fondamentaux macroéconomiques et macro-financiers.

A cet effet, afin d'amoindrir les effets négatifs de cette crise et compte tenu des différents degrés d'impact chaque pays a mis en œuvre des solutions qui leur sont propres et le retour de la croissance a été différent d'une économie à l'autre du fait que la régulation de la politique économique n'est efficace qu'avec un faible endettement public et peu de tensions inflationnistes. La mise en œuvre simultanée de plusieurs trains de mesures a ainsi contribué au vigoureux et rapide rebond de l'économie des BRICS, de l'Indonésie, du Mexique et de la Turquie, en limitant toute perte de confiance pouvant affecter les marchés intérieur et international. La Chine, à titre d'exemple, a mis en place un ambitieux plan de relance, le 09 novembre 2008, d'un montant de 4000 milliards de yuans, soit 461 milliards d'euros ou encore 13% de son PIB[2]. Ce plan visait à préserver la croissance en misant dorénavant davantage sur la demande intérieure. Quant aux autres pays sous revue, ils ont réagi moins vite que la Chine et les montants consacrés pour la relance de l'activité économique sont moins considérables du fait de leur faible marge de manœuvre.

Ainsi, à ce stade de notre recherche, nous pouvons présenter et soumettre à l'approbation des pays émergents quelques recommandations, qui se résument comme suit :

- Tout d'abord, les pays émergents doivent limiter les flux commerciaux et financiers avec les autres pays qui sont plus susceptibles d'être en crise. Ils doivent également surveiller soigneusement leurs vulnérabilités vis-à-vis des pays avancés et réduire leur dépendance aux exportations en direction de ces pays ainsi que l'entrée des capitaux en provenance aussi de ces pays ;
- Par ailleurs, ces pays doivent également renforcer leurs fondamentaux notamment leurs systèmes financiers afin de réduire le risque des chocs globaux mais aussi régionaux. Il est à noter, à cet égard, que la fragilité des marchés financiers

[2] DEGANS Axelle, op. cit., 2011, p. 154.

domestiques et du secteur bancaire étaient l'un des principaux facteurs amplifiant les effets de contagion.

- Globalement, afin d'éviter la contagion et réduire la vulnérabilité aux chocs externes, les autorités ont intérêt à mettre en œuvre des stratégies de cantonnement de court terme, comme par exemple l'application des contrôles de capitaux, et ce, si les crises sont transmises via des canaux temporaires qui existent seulement pendant la crise, en revanche, si les crises sont transmises constamment via des canaux permanents qui existent aussi bien durant la période de tranquillité que durant la période de crises, il faut privilégier des solutions globales en s'appuyant sur le renforcement de la coordination internationale, notamment pour réduire les fluctuations excessives des taux de change et des taux d'intérêt par exemple.

Enfin, il est important de souligner que ce travail de recherche n'est toutefois pas exhaustif, de ce fait, nous proposons des améliorations souhaitables ou des pistes de réflexion qui pourront constituer un prolongement à ce travail de recherche ou éventuellement un futur travail scientifique, dont les principales directions sont : identifier la présence de la contagion à travers une méthode économétrique qui consiste à tester la non-linéarité des mécanismes de propagation des chocs estimés à travers un modèle d'interdépendance de long terme, notamment le modèle à correction d'erreur (ECM) développé par Escribano et Pfann (1998). Il permet de relever une non linéarité dans l'ajustement vers l'équilibre durant la période de crise par rapport à la période de stabilité, qui doit résulter, dans ce cas, d'une augmentation dans la réponse d'un marché aux chocs originaires des autres marchés, ce qui définit la contagion. Cette méthodologie est généralement appliquée aux marchés des dettes souveraines (spreads) qui mesurent la perception du risque et le comportement des investisseurs internationaux entre les périodes de stabilité et de haute volatilité pendant une crise. Dans ce sens, nous suggérons l'étude de la crise de dette de la zone euro déclenchée en 2011 dont la propagation à plusieurs pays de cette zone résulte essentiellement du changement d'opinions des investisseurs quant à la capacité de certains pays à rembourser leur dette.

Références bibliographiques

Références bibliographiques

Ouvrages

1. AGLIETTA Michel : « Macroéconomie financière2 : crises financières et régulation monétaire », éd. La Découverte, Paris, 2001.
2. AGLIETTA Michel : « La crise : les voies de sortie », éd. Michalon, Paris, 2010.
3. ARTUS Patrick : « La résolution des crises dans les pays émergents », éd. Economica, Paris, 2006.
4. BEN HAMMOUDA Hakim, BCHIR Hédi, SADNI JALLAB Mustapha: « La crise », éd. Ellipses, Paris, 2009.
5. DE BOISSIEU Christian: « Les systèmes financiers: mutations, crises et régulation », éd. Economica, Paris, 2004.
6. DEGANS Axelle : « Les pays émergents : de nouveaux acteurs », éd. Ellipses, Paris, 2011.
7. GILLES Philippe : « Histoire des crises et des cycles économiques : des crises industrielles du 19e siècle aux crises actuelles », éd. Armand Colin, Paris, 2009.
8. JAFFRELOT Christophe : « L'enjeu mondial : les pays émergents », éd. Presses de Sciences Po- L'Express, Paris, 2008.
9. JOHSUA Isaac : « La grande crise du XXIe siècle », éd. La Découverte, Paris, 2009.
10. JORION Paul : « L'implosion : la finance contre l'économie, ce que révèle et annonce la crise des subprimes », éd. Fayard, France, 2008.
11. KARYOTIS Catherine: « La crise financière en 40 concepts clés », éd. Revue Banque, Paris, 2009.
12. KINDLEBERGER Charles: « Histoire mondiale de la spéculation financière», éd. Valor, 4éme éd., France, 2004.
13. LACOSTE Olivier: « Comprendre les crises financières », éd. Eyrolles, Paris, 2009.
14. MISHKIN F., BORDES C., HAUTCOEUR P-C., LACOUE-LABARTHE D., RAGOT X. : « Monnaie, banque et marchés financiers », éd. Pearson, Paris, 2010.
15. NYAHOHO Emmanuel : « Finances internationales : théorie, politique et pratique », Presses de l'Université du Quebec, 2éme éd., Canada, 2002.
16. PLIHON Dominique : « Les désordres de la finance : crises boursières, corruption, mondialisation », éd. Universalis, France, 2005
17. RAPHAEL Didier: « Comprendre la dette », éd. Ellipses, Paris, 2011.

18. RENAUDIN Hervé, ALTEMAIRE Alice : « Gestion de crises : mode d'emploi », éd. Liaisons, Pays-Bas, 2007.

19. REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth : « Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière », éd. Pearson, Paris, 2010.

20. SAND-ZANTMAN Alain et DUFRENOT Gilles: « Après la crise ? les politiques économiques dans le monde », éd. Economica, Paris, 2010.

21. VERCUEIL Julien : « Les pays émergents : Brésil, Russie, Inde, Chine… », éd. Bréal, France, 2011.

Revues

1. BENTOGLIO Guilhem et GUIDONI Guillaume: « Les banques centrales face à la crise », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p-p. 291-333.
2. BESSON Benoît, NGUYEN Benoît: « Crise financière et politique monétaire », Revue d'économie financière, n°100, Décembre 2010, p-p. 69-88.
3. BLOT Christophe et TIMBEAU Xavier : « Du chaos financier au K.O. économique », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p-p. 149-178.
4. BLOT Christophe, CREEL Jérôme, RIFFLART Christine et SCHWEISGUTH Danielle: « Petit manuel de stratégies de sortie de crise : comment rebondir pour éviter l'enlisement ? », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p-p. 335-381.
5. BOUZID Béchir : « Titrisation des emprunts hypothécaires et bulle immobilière aux États-Unis : les origines d'une débâcle », Revue d'économie financière, n°97, Mars 2010, p-p. 101-142.
6. BRANA Sophie et LAHET Delphine : « La propagation des crises financières dans les pays émergents : la contagion est-elle discriminante », Revue d'économie internationale, n°103, 2005, p-p. 73-96.
7. CONSTÂNCIO Vitor : « Contagion et crise de la dette européenne », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 16, Avril 2012, p-p. 121-134.
8. COUDERT Virginie et MIGNON Valérie : « Quelques éléments empiriques sur la crise financière récente », Revue d'économie financière, n°103, octobre 2011, p-p. 21-40.
9. JEANNE Olivier: « les modèles de crise de change : un essai de synthèse en relation avec la crise du franc du 1992-1993 », Revue Economie et Prévision, n°123-124, 1996, p-p. 147-162.

10. KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen: « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of- Payments Problems », American Economic Review, Vol. 89, n° 3, 1999, p-p. 473-500.
11. LE CACHEUX Jacques : « Politiques macroéconomiques : retour à l'orthodoxie ? », Revue d'économie financière, n° 103, Octobre 2011, p-p. 59-76.
12. MATHIEU Catherine et STERDYNIAK Henri: « Finances publiques, sorties de crise », Revue de l'OFCE, n°116, Janvier 2011, p-p. 17- 60.
13. NAPPI-CHOULET Ingrid : « Retour sur la crise immobilière américaine », Revue IEIF- réflexions immobilières, n°48, Mars 2009, p-p. 1-8.
14. PLANE Mathieu et PUJALS Georges: « Les banques dans la crise », Revue de l'OFCE, n°110, Juillet 2009, p-p. 179-219.
15. REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth: « From Financial Crash to Debt Crisis », American Economic Review, Vol. 101, n°5, 2011, p. 1676-1706.
16. RIFFLART Christine: « La crise immobilière aux États-Unis : l'éclatement de la bulle », Revue de l'OFCE, 2009, p-p. 1-4.
17. PASRICHA Gurnain, ROBERTS Tom, CHRISTENSEN Ian et HOWELL Brad: « Vulnérabilités du système financier : une approche fondée sur des indicateurs avancés », Revue de la Banque du Canada, Département de la stabilité financière, Automne 2013, p-p. 11-22.
18. PISANI-FERRY Jean, MERLER Silvia: « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », Revue de la stabilité financière, Banque de France, n°16, Avril 2012, p-p. 225-235.
19. VALLA Natacha et TIESSET Muriel : « Liquidité bancaire et stabilité financière », Revue de la stabilité financière, Banque de France, n° 9, Décembre 2006, p-p. 93-110.

Articles

1. ABIAD Abdul: « Early Warning Systems: a survey and a Regime-Switching Approach », IMF Working Paper, n° 03/32, February 2003.
2. AGLIETTA Michel : « Comprendre la crise du crédit structuré », la lettre du CEPII, n°275, Février 2008.
3. ALLEN Franklin et GALE Douglas: « Bubbles and crises », The Economic Journal, Vol. 110, n°3, January 2000.
4. ARTUS Patrick : « Le poids financier et le poids économique des pays émergents », Flash économie, Natixis, n°113, Mars 2009.

5. BLOT Christophe, COCHARD M., LEMOINE M. et TIMBEAU Xavier : « Crise financière : un état des lieux », diapo OFCE, Février 2009.
6. BORDO Michael, EICHENGREEN Barry, KLINGEBIEL Daniela, SOLEDAD MARTINEZ-PERIA Maria: « Financial crises: lessons from the last 120 years », Center for Economic Policy Research, Vol. 16, n° 32, April 2001.
7. BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique : « Les crises financières : analyses et propositions », Conseil d'Analyse Economique (CAE), La Documentation française, Paris, 2004.
8. BRICOGNE Jean-Charles, LAPEGUE Vincent, MONSO Olivier: « La crise des subprimes: de la crise financière à la crise économique », Note de conjoncture de Mars 2009, Insee.
9. CAPRIO Gerard et KLINGEBIEL Daniela : « Bank insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking », The International Bank for Reconstruction and Development, 1997.
10. CAILLETEAU Pierre et VIDON Édouard: « La dynamique des crises financières internationales : quelques enseignements », Bulletin de la Banque de France, n°64, Avril 1999.
11. CARTAPANIS André : « Hedge Funds, risque systémique et procyclicité de la finance : le cas de la crise des subprime », Juillet 2008.
12. CERRA Valerie et SAXENA Sweta Chaman: « What caused the 1991 currency crisis in India », IMF Staff Paper, Vol. 49, n° 3, September 2002.
13. CHOUEIRI Nada: « A model of contagious currency crises with application to Argentina », Journal of International Money and Finance, 2002.
14. DEHOVE Mario : « Crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles », Conseil d'Analyse Economique (CAE), Document de travail, 2003.
15. DRAZEN Allan: « Political contagion in currency crises », National bureau of economic research, Working Paper Series, July 1999.
16. EDISON Hali: « Qualité des institutions et résultats économiques », 2003.
17. EICHENGREEN Barry, ROSE Andrew, WYPLOSZ Charles: « Contagious currency crises », National bureau of economic research, Working Paper Series, March 1997.
18. FORBES Kristin et RIGOBON Roberto: « Contagion in Latin America: definitions, measurement, and policy implications », National bureau of economic research, Working Paper Series, Cambridge, September 2000.
19. FORBES Kristin et RIGOBON Roberto: « Measuring contagion: conceptual and empirical issues », 2001.

20. FORBES Kristin et RIGOBON Roberto: « No contagion, only interdependence: measuring stock market co-movements », The Journal of finance, Vol. LVII, N°5, October 2002.

21. FRANKEL Jeffrey, SARAVELOS George: « Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 Global Crisis », NBER Working Paper, n° 16047, June 2010.

22. FRANKEL Jeffrey, ROSE Andrew: « Currency crashes in Emerging Markets: An empirical treatment », IFDP Working Paper, n° 534, 1996.

23. GERLACH Stefan et SMETS Frank: « Contagious speculative attacks », Bank for international settlements, Monetary and Economic Department, Working Paper N° 22, September 1994.

24. GOLDESTEIN Itay et PAUZNER Ady: « Contagion of self-fulfilling financial crises due to diversification of investment portfolios », Journal of economic theory, 2004.

25. GUTTENTAG Jack et HERRING Richard : « Disaster myopia in international banking », Essays in International Finance, n°164, September 1986.

26. HAÏTHEM Marzouki: « Contagion : définitions et méthodes de détections », 2003.

27. IZMEN Ümit: « La Crise Economique, l'Europe et le Rôle de la Turquie », 2009.

28. KAMINSKY Graciela, LIZONDO Saul, REINHART Carmen: « Leading indicators of currency crisis », IMF Staff Papers, Vol. 45, n° 01, International Monetary Fund, 1998.

29. KAMINSKY Graciela et REINHART Carmen: « On crises, contagion, and confusion», Journal of international economics, 2000.

30. KHALLOULI Wajih, AYADI Mohamed, BOUDHINA Riadh et SANDRETTO René: « La contagion de la crise asiatique: Dynamiques de court terme et de long terme ».

31. KOSE Ayhan et PRASARD Eswar : « Les pays émergents à l'âge adulte », 2010.

32. KRUGMAN Paul: « Balance sheets, the transfer problem, and financial crises », January 1999.

33. KINDLEBERGER Charles: « Manias, Panics, and Crashes: A history of financial crises », 2005.

34. LEMOINE Françoise Lemoine et ÜNAL Deniz : « Rééquilibrage de l'économie chinoise : un état des lieux », CEPII, 14ème colloque de l'Association de Comptabilité Nationale Paris.

35. MACHROUH Fouad : « Crises bancaires : comprendre pour mieux prédire ». p. 9

36. MARAIS Elise : « Chocs communs, interdépendance et contagion lors de la crise asiatique », 2004.

37. MARAIS Elise: « Mécanismes de propagation régionale de la crise boursière asiatique », 2004.

38. MASSON Paul: « Contagion monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria », IMF Working Paper, September 1998.

39. MASSON Paul: « Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria », Journal of International Money and Finance, Research Department, International Monetary Fund, 1999.

40. MCKIBBIN Warwick et STOECKEL Andrew: «The Potential Impact of the Global Financial Crisis on World Trade», The World Bank (Poverty Reduction and Economic Management Network International, Trade Department & Development Research Group, Trade and Integration Team), November 2009.

41. MISHKIN Frederic: « Financial policies and the prevention of financial crises in Emerging Market Economies», Graduate School of Business, Columbia University, NBER conference, December 2000.

42. NAAMANE Adil: « Peut-on prévenir les crises financières ? », Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques (CATT), Working Papers Series, n°7, Mai 2012.

43. NAUMER Hans-Jörg : « Les pays émergents, autrefois débiteurs, sont les nouveaux créanciers du monde », 2011.

44. Peria in VARGAS Gregorio Alfred: « Markov Switching Var Modele of speculative pressure: An application to the Asian Financial Crisis ».

45. REDOULES Olivier: « L'économie mondiale en 2009 : récession synchrone, reprise hétérogène », vue d'ensemble, Insee.

46. REINHART Carmen et ROGOFF Kenneth: « This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », April 2008.

47. RODADO Juan Carlos : « Russie : un aller-retour sur la crise de 1998 », flash économie, n° 328, Juillet 2008.

48. ROMEY Carine, DRUT Bastien: « Une analyse de la notation sur le marché des RMBS 'subprime' aux États-Unis », Autorité des marchés financiers/ risques et tendances, Département des études, Janvier 2008.

49. SCHALEK Christophe: « Cycle de Minsky et crises financiers au 19e siècle».

50. SHARMA Sunil: « Peut-on prédire les crises économiques ? », 1999.

51. STONE Mark, WEEKS Melvyn: « Systemic financial crises, balance sheets, and model uncertainty», International Monetary Fund, Working Paper, n°162, October 2001.
52. TABATONI Pierre: « 2000-2002: La crise du modèle d'innovation aux États-Unis ».

Rapports

1. Rapports de l'OMC (2007 ⇨ 2013).
2. Rapports de la CNUCED (2008-2010-2012).
3. Rapport annuel du FMI, « La riposte à la crise mondiale », 2009.
4. Rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n°3, Janvier 2010.
5. Rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 4, Mai 2012.
6. Perspectives de l'économie mondiale, FMI, 1999.

Thèses et mémoires

1. CUENOUD Thibault: « Crises financiers et fondamentaux macroéconomiques: une relation ambivalente », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Poitiers, 2012.
2. KHALLOULI Wajih: « La contagion des crises financières internationales : essais empiriques d'identification dans le cas de la crise asiatique », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Tunis El Manar, 2007.

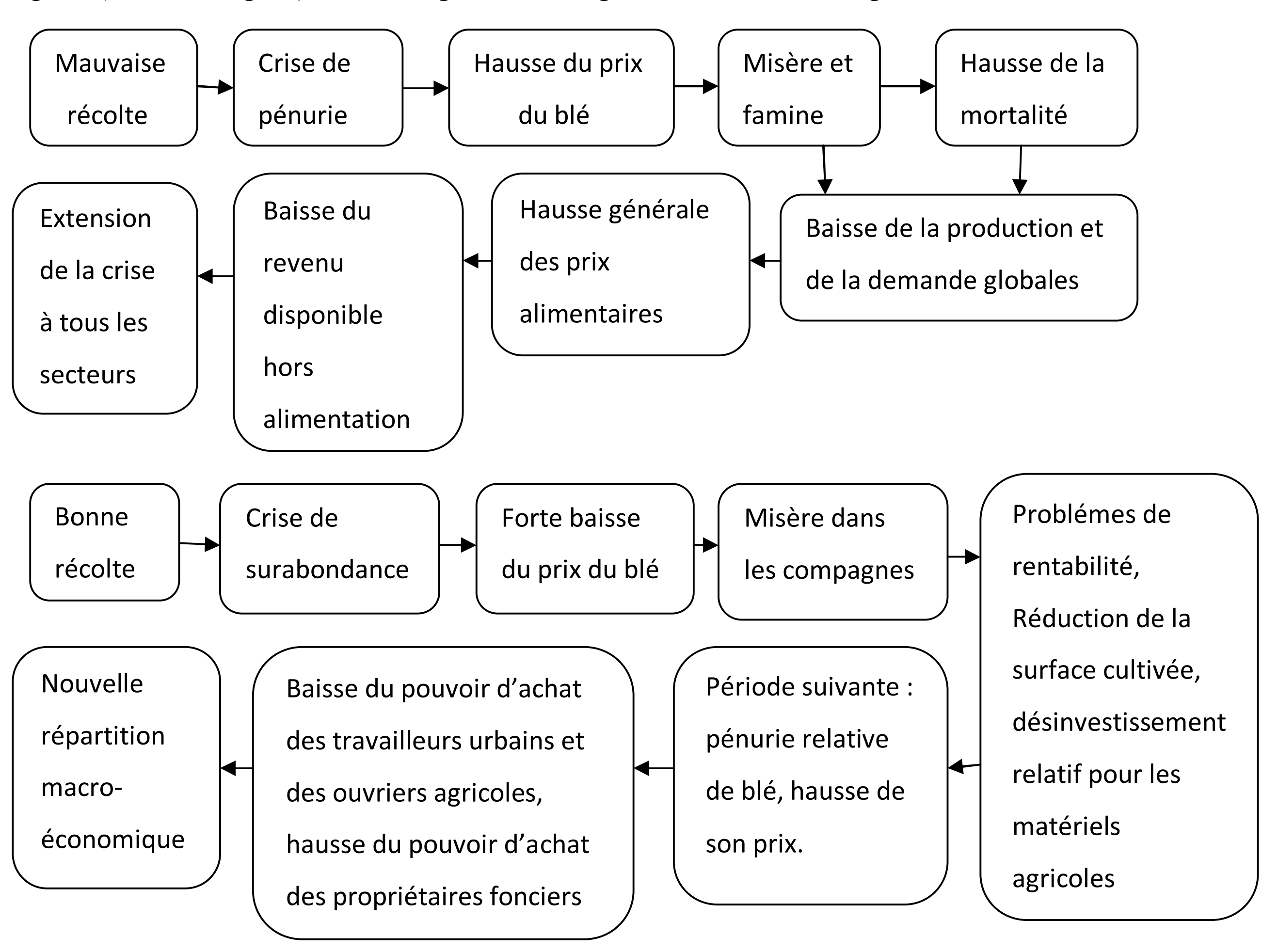
Sites internet

1. www.imf.org.
2. www.banquemondiale.org.
3. www.perspective.usherbrook.ca.
4. www.omc.org.
5. www.cnuced.org.
6. www.boursourama.com.
7. www.bloomberg.org.

Annexes

Annexe n°1 : Exemple de crise économique : les enchainements des crises agricoles

Le graphique ci-dessous, récapitule la crise de sous-production agricole résultant d'une mauvaise récolte et la crise de surproduction agricole due à une surabondance des denrées, d'origines naturelles (bonnes récoltes) mais aussi institutionnelle (interdiction d'exporter des grains), économique (hausse des prix dus à la période antérieure de pénurie[1].



Source : GILLES Philippe : « Histoire des crises et des cycles économiques : des crises industrielles du 19e siècle aux crises actuelles », éd. Armand Colin, Paris, 2009, p. 13.

[1] GILLES Philippe, op. cit., 2009, p. 12.

Annexe n° 2: Les résultats de prévision des crises de balance des paiements et des crises bancaires pour chaque indicateur présenté dans le chapitre (I), section (2).

Tableau 1.1 résultats de prévision des crises de balance des paiements (BP) pour l'indicateur taux de change rée

	2T		4T		6T		8T	
TCR(BP)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	93,75%	0,0104	93,75%	0,0110	93,75%	0,0116	93,75%	0,0124
10%	87,50%	0,0019	93,75%	0,0018	93,75%	0,0019	93,75%	0,0021
15%	43,75%	0,0000	43,75%	0,0000	43,75%	0,0000	43,75%	0,0000
20%	12,50%	0,0000	12,50%	0,0000	12,50%	0,0000	12,50%	0,0000
25%	12,50%	0,0000	12,50%	0,0000	12,50%	0,0000	12,50%	0,0000

Tableau 1.2 : résultats de prévision des crises bancaires (BC) pour l'indicateur taux de change réel

	2T		4T		6T		8T	
TCR(BC)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	78,57%	0,0198	85,71%	0,0168	85,71%	0,0178	85,71%	0,0189
10%	71,43%	0,0074	78,57%	0,0052	78,57%	0,0055	78,57%	0,0059
15%	35,71%	0,0000	35,71%	0,0000	35,71%	0,0000	35,71%	0,0000
20%	14,29%	0,0000	14,29%	0,0000	14,29%	0,0000	14,29%	0,0000
25%	14,29%	0,0000	14,29%	0,0000	14,29%	0,0000	14,29%	0,0000

Tableau 1.3 :résultats de prévision des crises de balance des paiements (BP) pour l'indicateur réserves en devise

	2T		4T		6T		8T	
RES(BP)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	50,00%	0,0429	68,75%	0,0261	81,25%	0,0194	81,25%	0,0204
10%	37,50%	0,0343	43,75%	0,0274	50,00%	0,0220	50,00%	0,0232
15%	31,25%	0,0274	37,50%	0,0200	37,50%	0,0210	37,50%	0,0221
20%	12,50%	0,0457	12,50%	0,0479	12,50%	0,0503	25,00%	0,0265
25%	12,50%	0,0343	12,50%	0,0359	12,50%	0,0377	12,50%	0,0397
30%	12,50%	0,0114	12,50%	0,0120	12,50%	0,0126	12,50%	0,0132

Tableau 1.4 : résultats de prévision des crises bancaires (BC) pour l'indicateur réserves en devises

	2T		4T		6T		8T	
RES(BC)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	28,57%	0,0866	28,57%	0,0911	57,14%	0,0377	78,57%	0,0264
10%	21,43%	0,0557	21,43%	0,0781	35,71%	0,0275	42,86%	0,0339
15%	14,29%	0,0371	14,29%	0,0781	21,43%	0,0206	28,57%	0,0363
20%	7,14%	0,0309	7,14%	0,1301	7,14%	0,0172	21,43%	0,0387
25%	7,14%	0,0186	7,14%	0,0781	7,14%	0,0103	7,14%	0,0871
30%	7,14%	0,0062	7,14%	0,0260	7,14%	0,0034	7,14%	0,0290

Tableau 1.5 : résultats de prévision des crises de balance des paiements (BP) pour l'indicateur M2/RES

	2T		4T		6T		8T	
M2RES(BP)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	92,86%	0,0192	92,86%	0,0202	100%	0,0178	100%	0,0188
10%	78,57%	0,0181	78,57%	0,0191	78,57%	0,0176	85,71%	0,0171
15%	42,86%	0,0249	42,86%	0,0262	50,00%	0,0198	57,14%	0,0183
20%	21,43%	0,0415	28,57%	0,0328	35,71%	0,0221	42,86%	0,0195
25%	14,29%	0,0374	14,29%	0,0393	14,29%	0,0415	21,43%	0,0293
30%	7,14%	0,0498	7,14%	0,0524	7,14%	0,0553	7,14%	0,0586

Tableau 1.6 : résultats de prévision des crises bancaires (BC) pour l'indicateur M2/RES

	2T		4T		6T		8T	
M2RES(BC)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	71,43%	0,0340	78,57%	0,0299	78,57%	0,0317	92,86%	0,0233
10%	64,29%	0,0283	64,29%	0,0299	64,29%	0,0317	78,57%	0,0214
15%	42,86%	0,0283	42,86%	0,0299	50,00%	0,0271	57,14%	0,0210
20%	14,29%	0,0709	21,43%	0,0499	28,57%	0,0396	35,71%	0,0269
25%	7,14%	0,0850	7,14%	0,0897	7,14%	0,0950	7,14%	0,1010
30%	7,14%	0,0567	7,14%	0,0598	7,14%	0,0633	7,14%	0,0673

Tableau 1.7 : résultats de prévision des crises de balance des paiements (BP) pour l'indicateur exportations

	2T		4T		6T		8T	
EXP(BP)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	86,67%	0,0198	100%	0,0165	100%	0,0173	100%	0,0182
10%	53,33%	0,0161	66,67%	0,0135	73,33%	0,0129	73,33%	0,0135
15%	20,00%	0,0071	20,00%	0,0075	20,00%	0,0079	20,00%	0,0083
20%	13,33%	0,0000	13,33%	0,0000	13,33%	0,0000	13,33%	0,0000

Tableau 1.8 : résultats de prévision des crises bancaires (BC) pour l'indicateur exportations

	2T		4T		6T		8T	
EXP(BC)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	69,23%	0,0332	76,92%	0,0290	76,92%	0,0306	76,92%	0,0324
10%	38,46%	0,0322	53,85%	0,0242	53,85%	0,0255	53,85%	0,0270
15%	15,38%	0,0230	23,08%	0,0161	23,08%	0,0170	23,08%	0,0180
20%	7,69%	0,0000	15,38%	0,0000	15,38%	0,0000	15,38%	0,0000

Tableau 1.9 : résultats de prévision des crises de balance des paiements (BP) pour l'indicateur crédits internes par rapport au PIB

	2T		4T		6T		8T	
CD/PIB(BP)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	72,73%	0,0095	81,82%	0,0092	81,82%	0,0100	90,91%	0,0050
10%	27,27%	0,0127	27,27%	0,0138	27,27%	0,0150	27,27%	0,0165
15%	18,18%	0,0000	18,18%	0,0000	18,18%	0,0000	18,18%	0,0000

Tableau 1.10 : résultats de prévision des crises bancaires (BC) pour l'indicateur crédits internes par rapport au PIB

	2T		4T		6T		8T	
CD/PIB(BC)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	60,00%	0,0152	70,00%	0,0071	70,00%	0,0078	70,00%	0,0087
10%	10,00%	0,0457	20,00%	0,0249	20,00%	0,0273	20,00%	0,0303
15%	10,00%	0,0000	20,00%	0,0000	20,00%	0,0000	20,00%	0,0000

Tableau 1.11 : résultats de prévision des crises de balance des paiements (BP) pour l'indicateur dettes bancaires externes

	2T		4T		6T		8T	
DBE(BP)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	56,25%	0,0343	56,25%	0,0365	87,50%	0,0176	87,50%	0,0189
10%	43,75%	0,0396	43,75%	0,0422	75,00%	0,0176	81,25%	0,0175
15%	25,00%	0,0385	31,25%	0,0329	50,00%	0,0176	50,00%	0,0189
20%	12,50%	0,0308	12,50%	0,0329	18,75%	0,0117	25,00%	0,0095
25%	6,25%	0,0617	6,25%	0,0657	12,50%	0,0176	12,50%	0,0189
30%	6,25%	0,0617	6,25%	0,0657	12,50%	0,0176	12,50%	0,0189

Tableau 1.12 : résultats de prévision des crises bancaires (BC) pour l'indicateur dettes bancaires externes

	2T		4T		6T		8T	
DBE(BC)	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal	Signal	bruit/signal
5%	76,92%	0,0230	84,62%	0,0194	84,62%	0,0207	84,62%	0,0221
10%	69,23%	0,0224	76,92%	0,0183	76,92%	0,0195	76,92%	0,0209
15%	46,15%	0,0240	46,15%	0,0203	53,85%	0,0186	53,85%	0,0199
20%	15,38%	0,0144	23,08%	0,0102	23,08%	0,0108	23,08%	0,0116
25%	7,69%	0,0288	7,69%	0,0305	7,69%	0,0325	7,69%	0,0348
30%	7,69%	0,0288	7,69%	0,0305	7,69%	0,0325	7,69%	0,0348

Source : NAAMANE Adil: « Peut-on prévenir les crises financières ? », Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques (CATT), Working Papers Series, n°7, Mai 2012, p. 10, 11 et 12.

Annexe n° 3 : Description du processus de titrisation des prêts hypothécaires aux États-Unis

Née dans les années 1970, la titrisation est une technique financière qui consiste à transformer des prêts bancaires traditionnellement illiquides en titres aisément négociables sur des marchés, achetés par des investisseurs en quête de placements désirant augmenter leur rendement (hedge funds, fonds de pensions, Sicav, sociétés d'assurances…). Le plus souvent, la banque à l'origine des prêts les cède à un véhicule spécifique, un « SPV » (special purpose vehicule), qui constitue un pool (portefeuille) composé de 1000 ou 2000 crédits comme des crédits hypothécaires et les transforme en titres de dette sécurisés. Ce portefeuille de crédits est alors soumis à une évaluation du risque sous-jacent (c'est-à-dire le risque de défaut de paiement) par les agences de notation, dont le rôle est d'examiner la qualité totale des crédits présents dans ce portefeuille.

Les deux acteurs majeurs de ce paysage sont sans doute les agences Fannie Mae et Freddie Mac (les Government Sponsored Entreprises ou GSE)[2] qui sont responsables de la garantie des emprunts hypothécaires. Ces agences interviennent sur le marché immobilier en rachetant les crédits vendus par les banques et créent des produits dérivés de type « Residentiel Mortgage-Backed Securities » (RMBS) destinés à assurer le financement des emprunts. Par la

[2] Fannie Mae (jeu de mots sur FNMA, initiales de Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (jeu de mots encore sur FHLMC, initiales de Federal Home Loan Mortgage Corporation) constituent ce qu'on appelle aux États-Unis les government sponsored entities (GSE), les organismes officiels de promotion du prêt au logement. Fannie Mae fut créée en 1938 par l'Etat fédéral et partiellement privatisée trente ans plus tard. Freddie Mac fut créée en 1970 sur le même modèle, essentiellement pour donner à Fannie Mae un concurrent dans un environnement où son monopole commençait à faire problème. Ceux entreprises bénéficient d'avantages financiers de la part du gouvernement fédéral. Ces protections gouvernementales comprennent l'accès à une ligne de crédit auprès du Trésor public (US Treasury), l'exonération d'impôt sur le revenu au niveau local et fédéral et l'absence de surveillance de la SEC (la Securities and Exchange Commission). Les deux entreprises sont soumises au contrôle du Congrès et tirent leur profit d'une mission de quasi-service public.

suite, ces titres seront émis sur le marché secondaire à la disposition des investisseurs qui pourront bénéficier à leur tour d'une part des plus-values attendues de l'appréciation anticipée des prix du logement. Ce mécanisme permet de canaliser les fonds disponibles sur les marchés de capitaux vers les emprunteurs sur le marché hypothécaire.

Comme ces deux agences étaient régies par la charte fédérale, les acquéreurs de ces titres financiers intervenaient sur le marché hypothécaire sans se soucier du risque de défaut de paiement. Un phénomène de hasard moral s'est alors développé sur ce genre de marché.

En même temps, les autres agences (non fédérales) qui émettaient les mêmes produits ne bénéficiaient pas du même engouement des investisseurs pour leurs titres en raison du risque de défaut de paiement qui existait du fait de l'absence de toute garantie implicite du gouvernement. Dès lors, grâce aux innovations financières, ces agences, contraintes de payer des primes de risque élevées pour couvrir le risque de défaut de leurs titres, ont pu émettre de nouveaux produits dérivés grâce à une retitrisation des produits déjà existants. Ces titres appelés des obligations sur dettes garanties « collateralized debt obligations » (CDO) permettaient alors d'absorber toute perte potentielle liée aux transactions des premiers produits dérivés.

Ces nouveaux produits ont donc été désignés de façon à réduire le risque de défaut de remboursement de l'emprunteur original, en multipliant les titres financiers qui le garantissent. Selon ce mécanisme de titrisation successive, les titres financiers émis par les institutions financières en contrepartie des emprunts hypothécaires qu'elles détenaient (ou plus précisément qui leur avaient été transmis par les banques d'investissement mères) se trouvent groupés, puis retransformés, dans une seconde étape du processus de titrisation, en trois grands types de CDO. Ces produits sont classés en fonction du risque de défaut du sous-jacent, mais aussi du rendement généré[3].

[3] La première et la deuxième tranches de CDO sont appelées « Senior CDO » et « Mezzanine CDO », qui sont réputées être les plus sûres, c'est-à-dire qu'elles sont les dernières à supporter la perte de leurs valeurs en cas de défaut de paiement de l'emprunt hypothécaire original. En même temps, ces produits bénéficient du taux de rendement le plus faible. La troisième tranche appelée « Equity » présente le risque de défaut de paiement le plus élevé, mais génère également le rendement le plus important.

Annexe n° 4: Principales défaillances de grandes institutions financières (2007-2009)

Institution financière	Statut	superviseur consolidé	Première défaillance	Issue
HSBC (US)	Mortgage bank, filiale BHC (subprime lender)	FED	Février 2007	Cessation d'activité
Bear Stearns	Investment Bank	SEC	Juin 2007	Aides FED et Trésor, rachat par JP Morgan
Northern Rock	Mortgage Bank	---	Septembre 2007	Nationalisation
Citigroup	Bank Holding Company	FED	1 Octobre 2007	Aides FED et Trésor
Fannie Mae et Freddie Mac	Government Sponsored Entreprise	Federal Housing	7 Septembre 2008	Nationalisation
Merrill Lynch	Investment bank	SEC	15 Septembre 2008	Rachat par Bank of America
Lehman Brothers	Investment bank	SEC	15 Septembre 2008	Faillite chapitre 11
Goldman Sachs, Morgan Stanley	Investment banks	SEC	Septembre 2008	Transformation en BHC
Wachovia	Bank holding company	FED	29 Septembre	Rachat par Wells Fargo
Citigroup	Bank holding company	FED	23 Novembre	Aides FED et Trésor
Bank of America	Bank holding company	FED	16 Janvier 2009	Aides FED et Trésor

Source: MISHKIN Fréderic, BORDES Christian, HAUTECOEUR Pierre-Cyrille, LABARTHE Dominique, RAGOT Xavier: « Monnaie, banque et marchés financiers », éd. PEARSON, Paris, 2010, p. 292. Tiré du site web : www.pearson.fr/resources/download.com. Date de consultation le 21/08/2013.

Annexe n° 5: La contagion de la crise de la dette souveraine au sein des pays de la zone euro

La crise grecque a entrainé un risque de contagion qui s'est étendu à toute la zone euro à l'automne 2010. L'enchainement et le cumul des évènements ont contribué à entretenir et à développer un mouvement de stigmatisation des pays à déficit que certains ont qualifié de « PIIGS »[4].

De manière générale, on parle de contagion lorsque l'instabilité sur un marché ou une institution se propage à un ou plusieurs autres marchés ou institutions. Cette définition s'appuie sur deux idées : premièrement, l'instabilité ne se propagerait normalement pas, s'il n'y avait pas de choc initial. Deuxièmement, la transmission de l'instabilité initiale dépasse ce que l'on pourrait attendre des interactions normales entre les marchés ou les intermédiaires, par exemple en termes de rapidité, de vigueur ou de portée. Les phénomènes de contagion contribuent fortement à exacerber les problèmes.

[4] Portugal, Irlande, Italie, Grèce et l'Espagne.

Pratiquement, les résultats d'une étude menée par la BCE[5] confirment que, sur la période allant de septembre 2008 à août 2011, outre l'aversion générale au risque et le risque de crédit, la note de la Grèce a influé de manière statistiquement significative sur les écarts de rendement obligataire des autres pays de la zone euro. Ces effets de contagion sont économiquement modestes pour certains pays, comme la France, et importants pour d'autres, comme l'Irlande, le Portugal, l'Espagne ou l'Italie. La contagion est plus prononcée pour les pays dont les fondamentaux économiques sont comparativement fragiles. Les résultats corroborent également l'observation selon laquelle les primes des CDS de chaque pays de la zone euro sont depuis peu supérieures, parfois largement, aux primes des CDS des autres pays affichant une note analogue.

- **L'Irlande**

En novembre 2010, la crise irlandaise éclate. L'Irlande fut le premier pays à connaître le même sort que la Grèce, même si la situation du pays est sensiblement différente. Contrairement à la Grèce, l'Irlande a longtemps été en croissance et ses finances publiques étaient saines[6].
Cependant, suite à la crise des subprimes, les finances publiques irlandaises ont été mises à mal.
Ce pays qui a subi de plein fouet la crise financière et l'éclatement de sa bulle immobilière, son système bancaire[7] hypertrophié s'est retrouvé en faillite. De ce fait, les autorités ont décidé de venir au secours du système bancaire en garantissant presque tous ses engagements et en recapitalisant les banques à l'aide de fonds publics. Bien que ces mesures aient fonctionné pendant quelque temps, l'accumulation d'importantes pertes bancaires a exercé des pressions sur la position budgétaire et, à l'automne 2010, les marchés des capitaux ont conclu que la viabilité de la dette souveraine avait été compromise. Mais, l'Irlande a choisi de garantir toutes les créances de ses banques et de gonfler son déficit public qui atteint 32,3 % en 2010 pour sauver ses banques. Ainsi, la dette irlandaise, au sens de Maastricht, passera de 25 % du PIB en 2007 à 114 % en 2012. Et l'annonce du gonflement du déficit irlandais a marqué le point de départ d'un nouvel accès de spéculation.

---

[5] CONSTÂNCIO Vitor : « Contagion et crise de la dette européenne », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 16, Avril 2012, p. 126.

[6] En 2006 l'Irlande a enregistré un excédent budgétaire de 2,5 % du PIB, avec une croissance particulièrement vigoureuse.

[7] L'Irlande est victime de la liberté d'établissement prônée par la Commission européenne. Les banques ont la liberté de s'installer où elles veulent en Europe, nul ne contrôle le rapport entre la taille des banques et le pays ou elles sont installées. Les banques installées en Irlande ont crée et nourri la bulle immobilière, elles ont bénéficié du laxisme fiscal et réglementaire de ce pays, en s'endettant à bas taux sur le marché financier européen, elles ont pu faire des prêts massifs et rémunérateurs qui apparaissaient sains puisque les prix de l'immobilier augmentaient fortement. La possibilité d'un retournement de l'évolution des prix n'a pas été envisagée. En même temps, il n'y a aucune solidarité européenne. Quand une banque est en difficulté, elle doit être secourue par le pays où elle est installée, et donc la population de ce pays.

- **L’Espagne**

Les difficultés que rencontre l’Espagne sont principalement liées à l’éclatement de la bulle immobilière qui, si elle n’atteint pas l’intensité irlandaise, révèle toutefois la profonde fragilité du modèle bancaire espagnol. Les caisses d’épargne qui maillent les régions se retrouvent dans une situation délicate, confrontées à l’échec de leur stratégie de diversification et d’extension, manifestement peu en adéquation avec leur potentiel initial.

De plus, l’éclatement de la bulle immobilière en 2008 en Espagne, a débouché sur un chômage massif avec un taux dépassant les 20%, induit principalement par l’arrêt de l’activité dans le secteur de la construction et entrainant, à cet effet, un effondrement de la consommation domestique qui tirait, jusque là, la croissance.

Devant ces conditions, son niveau d’endettement augmente, avec 53,2% du PIB en 2009 et ses déficits publics en forte hausse, représentant 11,2% du PIB en 2009 contre 4,2% en 2008. Mais en 2010, le déficit public est réduit à 9,24 % du PIB (contre un objectif de 9,3 %). En fait, si l'Espagne a un tel déficit c'est que le modèle économique sur lequel elle a bâti sa croissance jusqu'à la crise, le secteur immobilier, est plongé dans une crise grave et qui a pesé sur le budget du pays.

Ainsi, le fort endettement de ce pays, la situation fragile de sa structure économique et de son secteur bancaire ont contribué à renforcer la méfiance des marchés financiers à l’égard de l’Espagne qui voit sa note régulièrement dégradée par les agences de notation conduisant de ce fait à rendre le coût de l’emprunt plus cher.

- **Le Portugal**

Le risque de crise au Portugal s'est accru en avril 2011. Ce pays, comme la Grèce, a vu ses taux d'emprunt augmenter à la suite de la dégradation de la note de sa dette souveraine, de A+ à A- par Standard & Poor’s. Cependant, si le Portugal présente des similitudes avec le cas grec, son endettement et son déficit sont moindres. Il affiche un déficit public de 9,4 % du PIB en 2009, puis 9,8 % en 2010, contre 13,6 % pour la Grèce en 2009. Son endettement public est de 77,4 % du PIB en 2009, et 93 % en 2010, contre 115 % du PIB pour la Grèce en 2009.

Le Portugal s’est emporté par la bourrasque financière du fait que sa dette extérieure (privée et publique) évaluée à près de 100 % du PIB est essentiellement détenue par des actifs étrangers notamment grecs (80 % pour la Grèce), ce qui a constitué à la fois un élément de fragilité et de force, car les pays dont les banques ont prêté peuvent s'inquiéter des conséquences d'un défaut de paiement sur celles-ci.

- **L'Italie :**

Début juillet 2011, la pression monte sur la dette italienne (environ 120 % du PIB italien et 25 % de la dette de la zone euro). Les raisons de ces tensions tiennent à la fois de problèmes extérieurs à l'Italie (la dégradation de la note souveraine des pays voisins) et internes (les tensions au sein du gouvernement italien et ses problèmes électoraux).

Le 20 septembre 2011, l'agence Standard & Poor's dégrade la note de la dette de l'Italie, d'un cran, avec une perspective négative, jugeant les finances publiques du pays insoutenables du fait que ce dernier sombre dans une récession forte.

A cet effet, le gouvernement italien (gouvernement de Mario Monti) a adopté des mesures énergiques qui ont permis d'améliorer la situation financière, telles que la lutte contre la fraude fiscale permettant une meilleure perception d'impôts ou alors la baisse des salaires dans les organismes publics…etc. Toutes les mesures prises ont été peu à peu acceptées sur le marché des capitaux et ont rendu confiance aux investisseurs, ce qui a permis de réduire le coût de la dette.

Annexe n° 6: Mesures d'achat direct d'actifs aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro

	CP et ABCP : via SPV	***Corporate Bonds***	**Obligations d'État à long terme**	**Titres de dette des agences gouvernementales**	**MBS garantis par les agences gouvernementales**	**Covered Bonds**
États-Unis (FED) ***(en milliards de dollars)***						
Taille du marché fin 2008	1650		6338	3224		
Plafond	1800 CPFF(1)		300 (2)	175 (3)	1250	
Réalisation	351		300	147	775	
Royaume-Uni (Banque d'Angleterre) ***(en milliards de livres sterling)***						
Taille du marché fin 2008	43 (CP)	300	473			
Plafond	200 (4)	200	200			
Réalisation	2,3(mai 2009)	1,4	173			
Eurosystème (BCE) ***(en milliards d'euros)***						
Taille du marché fin 2008						1500
Plafond						60

Réalisation						21,6

(1) La commercial paper funding facility (CPFF) permet l'achat de papier commercial (CP et ABCP) directement auprès des émetteurs via un SPV. Cette facilité a été prolongée jusqu'au 1er février 2010. La Fed n'a pas annoncé officiellement un montant d'achat maximal mais a suggéré un montant plafond de 1 800 milliards de dollars.
(2) Le dispositif d'achat de titres d'État (Treasuries) aux États-Unis a pris fin au mois d'octobre 2009.
(3) Le montant maximal alloué au rachat des titres de dette des agences gouvernementales était à l'origine de 200 milliards de dollars et il a été réduit au mois de novembre à 175 milliards de dollars.
(4) Le montant de la facilité de rachat d'actifs (CP, corporate bonds) au Royaume-Uni était initialement de 75 milliards de livres sterling puis a été progressivement porté à 200 milliards de livres sterling.

Source : Extrait du rapport de la Banque de France, Documents et Débats, n° 3, Janvier 2010, p. 56.

Annexe n° 7: Composition des plans de relance budgétaire annoncés dans les grands pays européens, 2008 (en milliards d'euros)

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni
Logement	1,8	1,8	0,3	0,5	2,1
Infrastructures publiques	4,6	10,5	1,4	8	1,2
Soutiens à l'investissement Productif privé	19,5	10,7	1,2	7,3	0,5
Incitations à l'achat de biens durables	3,5	1,0	2,6	1,8	0
Soutiens à la consommation privée	0 ,5	1,5	0	0,6	15
Consommation publique	2,0	0	0	0,9	1,2
Total	31,9	25,5	5,5	19,1	20
Total (en % du PIB)	1,3	1,3	0,4	1,7	1,2

Source : LE CACHEUX Jacques : « Politiques macroéconomiques : retour à l'orthodoxie ? », Revue d'économie financière, n° 103, Octobre 2011, p. 68.

Annexe n° 8: Les mécanismes nouveaux d'assistance financière aux États membres de la zone euro

On distingue deux mécanismes de gestion de la crise : des mécanismes temporaires créés dans l'urgence pour venir en aide aux pays menacés et un mécanisme permanent de gestion des crises financières dans la ZE, le « MES » (Mécanisme Européen de Stabilité).

1.1.1. Les mécanismes temporaires de gestion de crise

La Grèce a été le premier pays bénéficiant d'une aide en raison notamment de la gravité de sa situation financière. Ce soutien financier connu sous le vocable « facilité grecque » a permis à l'UEM (Union Economique et Monétaire) d'apporter dans l'urgence une aide financière à la Grèce en mai 2010. Elle est constituée d'un ensemble de prêts bilatéraux des

États membres de la zone euro d'un montant total de 80 milliards d'euros, administré par la Commission européenne et complété par le FMI à hauteur de 30 milliards d'euros en imposant que le programme économique devant être mis en œuvre par les autorités grecques et qui figure dans un protocole écrit détaillé.

De plus, l'aide apportée a été conditionnée à la mise en œuvre de plans de réduction des déficits en mettant en place des politiques d'austérités.

Ces plans se résument, côté des dépenses, avec la réduction des emplois publics à travers le gel des recrutements en 2010, une diminution de 10% des salaires des fonctionnaires et des frais de fonctionnement des administrations publiques, une baisse significative des heures supplémentaires et de leur rémunération et une baisse des versements aux caisses de retraite et aux hôpitaux. Côté des recettes, avec l'augmentation de divers impôts sur l'essence, les téléphones portables et le tabac, de la TVA, de l'impôt sur le revenu et de l'assujettissement à l'impôt de certaines catégories sociales jusque-là épargnées ou très faiblement imposées.

Par ailleurs, outre ces mesures, des mécanismes plus sophistiqués ont été établis dans la foulée de la facilité grecque. Le conseil ECOFIN des 9 et 10 mai 2010 a décidé de la mise en place d'un dispositif européen de stabilisation « de droit commun ». Ce mécanisme doté de 500 milliards d'euros (440 milliards d'euros pour le fonds européen de stabilité financière « FESF » et 60 milliards d'euros pour le mécanisme européen de stabilité financière « MESF ») auxquels s'ajoutent 250 milliards d'euros du FMI, portant le total à 750 milliards d'euros. Ce dispositif n'a été créé que pour trois ans, soit jusqu'à juin 2013 pour être ensuite remplacé par le mécanisme européen de stabilité (MES).

Ce dispositif européen de stabilisation de droit commun, c'est-à-dire le FESF et le MESF, a été activé pour l'Irlande et le Portugal, respectivement en décembre 2010 et mai 2011. Les sommes concernées sont respectivement de 67,5 milliards d'euros (85 milliards d'euros après la mise en compte de la contribution de l'Irlande) et 78 milliards d'euros.

Initialement, ces mécanismes ne pouvaient octroyer des prêts qu'en faveur des États membres de la zone euro faisant face à une situation financière très dégradée. Mais le champ d'activité du dispositif s'est ensuite élargi à la possibilité d'acheter des titres d'État sur le marché primaire, puis secondaire, et à la possibilité d'agir à des fins de précaution ou pour recapitaliser les banques, y compris dans les États membres n'étant pas sous programme (c'est-à-dire non soumis à un programme d'ajustement suivi par la troïka).

Mais, vu que ces mécanismes n'étaient que temporaires, le Conseil européen des 16 et 17 décembre 2010 a décidé que ces dispositifs de stabilité financière mis en place disparaitront en juin 2013, pour être remplacés par un dispositif pérenne, le MES, doté d'une capacité

d'intervention de 500 milliards de dollars (soit égal à la capacité affichée du FESF et du MESF).

1.1.2. Le mécanisme permanent de gestion de crise

Le mécanisme européen de stabilité « MES », est une institution financière internationale dotée d'un capital propre, instituée par un traité international entre les 17 États de la zone euro et régi par un accord intergouvernemental comme le FESF. La compatibilité du MES avec le Traité a été assurée par l'addition d'un paragraphe à l'article 136 du TFUE[8].

Le MES dispose de 700 milliards d'euros de capital social. Ce montant se décompose en deux parties : 80 milliards d'euros de capital versé et 620 milliards d'euros de capital exigible[9].

Il s'agit donc d'une institution financière intrinsèquement solide et non dépendante des garanties des États membres comme dans le cas du FESF. Il jouit également d'une capacité d'action identique au FESF (prêts, achat de dette souveraine sur le marché primaire et secondaire, action de précaution, recapitalisation des banques).

De plus, la notation du MES qui devait a priori être AAA, ne devrait donc pas être menacée par la dégradation d'un État membre de la zone euro et l'union considère que les prêts accordés par le MES ne s'ajouteraient pas à la dette des États actionnaires du mécanisme puisqu'il s'agit d'une institution indépendante des États. C'est compte tenu de ses avantages par rapport au FESF, notamment en termes d'impact sur la dette des États membres, qu'il a été décidé lors du sommet européen des 8 et 9 décembre 2011, d'avancer la mise en place du MES à juillet 2012. Mais, en fait, sa mise en vigueur n'a été faite qu'en septembre 2012. Il est dirigé par l'Allemand « Klaus Regling » depuis le 8 octobre 2012[10].

Dans ces conditions, le MES apparaît comme l'embryon d'un véritable fonds monétaire européen reposant sur la solidarité de l'union monétaire pour restructurer la dette souveraine s'il est avéré qu'un État rencontre des difficultés à honorer le service de sa dette, mais aussi comme un bouclier contre les crises financières futures.

---

[8] Nouvel article 136 du TFUE (traité sur le fonctionnement de l'union européenne) : « Les États membres dont la monnaie est l'euro peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est nécessaire pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. L'octroi, au titre du mécanisme, de toute assistance financière nécessaire, sera subordonné à une stricte conditionnalité. »

[9] Tiré du site web : www.allemagne.diplo.de/Vertretung/04-aide-financiere-seite.html : Date de consultation le . ..2013/12/06

[10] Tiré du site web : www.wikipedia.org/wiki/Mécanisme_européen_de_stabilité : Date de consultation le . .2013/12/06

Annexe n° 9: Les trajectoires d'émergence des BRICS

1. Les trajectoires d'émergence de la Chine

La Chine est devenue le plus important, le plus influent et le plus emblématique, en remettant en question les positions acquises des pays développés et en sortant des cercles vicieux du sous-développement dans lesquels elle était enfermée il y a encore plus de vingt ans : croissance de la population et faiblesse du revenu par habitant, faiblesse du PIB et de la formation du capital et, enfin, désarticulation de l'économie et bas niveau de la productivité globale.

A contrario, aujourd'hui, le dynamisme démographique chinois constitue le premier facteur de croissance, qui permet d'escompter une croissance du pays pendant quatre décennies. Et si le taux actuel de formation brute de capital (40% du PIB) est un autre facteur important de la croissance, le niveau très élevé des investissements fait peser un risque sur leur efficacité, et la hausse de la productivité est toujours en débat (Jaffrelot, 2008)[11].

La Chine a mis en œuvre un modèle de développement volontariste qui s'inscrit dans une stratégie d'émergence de long terme. Les objectifs en ont été fixés par Deng Xiaoping[12] dès 1978, qui impulse une série de réformes qui vont modeler le nouveau visage de la Chine et créer une dynamique de croissance qui ne se démentira plus durant les trente années qui vont suivre (1980-2010), que certains qualifient des « nouvelles Trente Glorieuses ».

Cette trajectoire qui, a réussi à transformer l'un des pays les plus misérables du monde en la deuxième puissance économique internationale, possède des caractéristiques absolument uniques qu'il est essentiel de comprendre.

Le modèle chinois repose essentiellement sur la modernisation de l'agriculture, l'industrie, la science et la technologie mais aussi la défense. Cette modernisation a été réalisée grâce à un ensemble d'actions :

1.1. La transformation de l'économie agricole

Le premier chantier a donc été celui de l'agriculture. Les structures fondamentales de l'économie agricole sont transformées à la fin des années 1970. La collectivisation avait créé « l'unité de travail » comme cellule de base de la production agricole. Au sein de cette unité plusieurs familles se répartissaient l'exploitation des terres agricoles collectives. Toutefois, du fait de la difficulté de définir de manière incontestable le contenu concret d'un point de

[11] JAFFRELOT Christophe, op. cit., 2008, p. 71.
[12] Deng XIAOPING est parvenu au sommet du pouvoir en décembre 1978 après l'exil et la disgrâce qu'il a connu durant la révolution culturelle.

travail, les membres de l'équipe se voyaient allouer toujours le même nombre de points, quelque soit l'intensité de leur contribution à l'équipe.

Ainsi, suite aux difficultés créées par ce système, les autorités locales ont cherché des solutions alternatives. La plus novatrice, appelée « système de responsabilité des ménages », consiste à attribuer les terres à des familles en fonction de leur taille (nombre de membres de la famille ou nombre de travailleurs dans la famille). Au terme du contrat, la famille s'engage à respecter ses obligations, qui sont la livraison des quotas de production et de l'ensemble des autres contributions prévues par le plan. Mais au-delà de ces montants, toute production ou richesse supplémentaire reste propriété du ménage concerné.

Ces principes du « système de responsabilité des ménages » ont été d'abord considérés comme illégaux et ce n'est qu'à partir de 1979 qu'ils ont été tolérés par les compagnes les plus pauvres, où l'ont s'aperçoit que la production s'accroît sensiblement. Puis, devant les résultats obtenus par son extension spontanée, toute restriction à sa généralisation est supprimée.

De ce fait, se met en place en 1982 le « Dual Track Regime » (régime de régulation agricole), qui crée un marché des produits agricoles décentralisé et libéralisé à côté du système centralisé de planification agricole.

Le fonctionnement de ces marchés locaux s'avère progressivement riche de conséquences sur l'ensemble du système agricole chinois :

- Les marchés assurent des débouchés pour une augmentation de la production agricole, ce qui contribue à limiter les risques par rétention de la production ;
- Ils permettent de récompenser les agriculteurs dont la productivité sera augmentée en leur assurant des revenus complémentaires par la vente libre de leurs produits, et modifient la répartition des revenus entre les villes et les compagnes en fixant localement une partie du surplus agricole, qui peut être réinvestie sur place.

Par ailleurs, les villageois ont été autorisés à créer de petites entreprises locales indépendantes dont l'activité accompagne parfois la transformation et la modernisation de l'agriculture (fabrication, commercialisation ou entretien de matériel agricole, production d'engrais ou d'intrants agricoles…etc.). Ces entreprises permettent d'assurer localement une activité des emplois et une source de revenus pour la main-d'œuvre libérée par l'augmentation de la productivité agricole.

1.2. Les stratégies de rattrapage économique

Le premier train de mesures visant à soutenir le développement industriel dénommées « nouveau mécanisme économique », consiste à rendre les entreprises publiques, détenues par l'État ou la province, responsables de leurs résultats, les directeurs d'entreprises peuvent progressivement s'émanciper de la planification centralisée en procédant eux-mêmes à certains choix de gestion pour améliorer l'efficacité de leur organisation et en recueillir une partie des bénéfices.

Ces initiatives lancées en 1978 sont peu à peu étendues dans les années 1980 à tout le territoire avec des modifications, sous le nom de « système de responsabilité de l'économie industrielle (SREI) ». Selon ce système, les entreprises ayant amélioré leurs processus doivent reverser à l'État un montant fixe de profit dégagé. Le profit résiduel est ensuite partagé en proportions variables entre l'État et l'entreprise.

De plus, les entreprises publiques bénéficient d'une nouvelle dévolution de compétences en matière de fiscalité.

En 1984, une deuxième vague de réformes administratives pousse plus loin en simplifiant les contrôles administratifs sur les entreprises publiques, remplaçant le système de partage du profit par un système de taxation (plus de 20 taxes sont alors introduites), introduisant progressivement le crédit bancaire à la place des subventions planifiées et élargissant l'autonomie de gestion des directeurs d'entreprise.

A partir de 1985, les entreprises publiques peuvent non seulement fixer leur propres prix, sélectionner leurs fournisseurs, fixer et répartir les salaires de manière autonome, mais également diversifier leur gamme de produit, créer des entreprises conjointes, innover et s'engager dans de nouvelles activités.

1.3. L'ouverture aux investissements directs étrangers (IDE)

L'autre souffle a été donné dans les années 1990 par l'ouverture aux investissements directs étrangers, d'abord fournis par les investisseurs chinois. Dès 1978, la création de « zones économiques spéciales » (ZES) a permis à la Chine d'accueillir des entreprises étrangères en leur proposant des conditions fiscales avantageuses et la possibilité de réaliser des échanges avec le continent ou avec le reste du monde (réexportation). Leurs fonctions économiques se sont ensuite diversifiées peu à peu et elles sont devenues très attractives. Sur la période 1980-2000, les ZES ont affiché une croissance annuelle de plus de 30 %[13].

[13] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 94.

Les ZES ont été crées un peu partout sur le territoire chinois et leur succès a reposé dans un premier temps sur leur utilisation par les investisseurs locaux comme base de réexportation. Elles ont assuré à elles seules jusqu'à 20 % des exportations chinoises[14].
En outre, les premières entreprises étrangères à investir dans ces zones ne sont pas occidentales, ce sont des investissements d'outre-mer, venant d'hommes d'affaires de la diaspora chinoise. Les pionniers sont ceux qui ont le plus de familiarités avec les autorités en charge des ZES, la majorité vient de Hong-Kong ou de Taïwan, attirés par la possibilité de délocaliser les industries les plus intensives en main-d'œuvre dans ces zones où le coût du travail est très bas. Ainsi, au fur est à mesure que les entreprises étrangères développent leurs implantations dans les ZES, un nouveau mode de relation avec les entreprises du continent se fait jour. Celles-ci peuvent apparaître comme de potentiels fournisseurs ou comme des moyens d'accès au marché intérieur pour certaines catégories de produits.

Cependant, ces IDE étrangers qui ne sont pas occidentaux (les investissements d'outre-mer) se replient avec le déclenchement de la crise asiatique (1997) qui provoque un nouveau virage pour les investissements en Chine. Ce sont les investissements occidentaux qui les remplacent désormais. Les autorités s'efforcent alors d'occidentaliser le cadre institutionnel des affaires dans les ZES mais également, plus progressivement, dans le reste de leur territoire, dans la perspective de l'intégration de la Chine à l'OMC.

Suite aux différentes procédures prises par les autorités pour faciliter l'accès c'est la ruée des investisseurs occidentaux. En effet, presque toutes les grandes entreprises industrielles s'implantent en Chine, souvent accompagnées de leur sous-traitants, avec l'objectif de pénétrer le marché chinois.

La Chine devient alors, et de manière durable, l'une des premières destinations mondiales des IDE. Avec son intégration à l'OMC, prononcée en 2001, l'économie chinoise est désormais directement et de plus en plus profondément immergée dans la mondialisation. D'ailleurs, aujourd'hui, le commerce extérieur de la Chine reflète cette dynamique d'ouverture. Et le rôle des IDE entrants dans la croissance et la diversification des exportations est croissant tout au long des années 2000 et contribuent également aux gains de productivité. Leur part dans les exportations chinoises passe de 40% au milieu des années 1990 à 55% au milieu des années 2000[15].

[14] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 94.
[15] Idem, 2011, p. 96.

1.4. Le choix d'une politique monétaire prudente

En contradiction apparente avec sa puissance commerciale, mais aussi industrielle et financière, la monnaie chinoise n'est pas encore devenue une référence internationale, pas même au niveau régional, contrairement au yen en son temps. Ceci s'explique par les obstacles maintenus par les autorités chinoises à la convertibilité totale du yuan.

Le yuan est convertible pour les opérations commerciales, mais fortement réglementé pour les opérations en capital. De cette façon, la monnaie chinoise et son économie sont protégées des entrées et sorties brutales de capitaux à court terme, parfois purement spéculatives. Et c'est ce qui a épargné la Chine de la crise asiatique de 1997.

Cette absence de convertibilité en capital du yuan permet aussi aux autorités monétaires chinoises de conserver la maîtrise du taux de change de leur monnaie.

Après 1997, la Chine a arrimé le yuan au dollar, alors que la croissance de la productivité chinoise dépassait celle des États-Unis, ce qui a constamment amélioré la compétitivité des exportations chinoises au grand déplaisir de ses partenaires commerciaux. A cet égard, en 2005 puis en 2010, les autorités chinoises ont accepté de laisser s'apprécier leur monnaie vis-à-vis du dollar, dans des proportions jugées toutefois insuffisantes par les observateurs occidentaux.

En définitive, si les autorités monétaires chinoises se sont passées jusqu'ici de cet élément de prestige international, c'est-à-dire que le yuan devienne une monnaie de réserve mondiale, ce n'est que pour garder leur autonomie et contrôler les effets de la convertibilité totale de leur monnaie sur l'économie nationale et les échanges extérieurs.

2. Les trajectoires d'émergence de l'Inde

L'Inde a longtemps été considérée comme l'autre cas typique de pays pris dans les cercles vicieux de sous-développement. La croissance y était notamment freinée par des déséquilibres démographiques, géographiques et sociaux.

Jusqu'au début des années 1990, l'Inde a entretenu des relations limitées avec l'extérieur. Le pays empruntait à la stratégie soviétique de développement planifié et se méfiait de l'impérialisme.

Néanmoins, à partir de 1991, l'Inde fait le choix de l'ouverture commerciale, de l'appel aux investissements directs étrangers, du recours aux capitaux financiers…, tout en sachant que le FMI reste le catalyseur de l'ouverture du pays à l'économie mondiale après son intervention lors de la crise de la dette extérieure déclenchée à la fin de l'année 1990.

En effet, après cette date l'Inde a entrepris plusieurs réformes dont les principales sont :

2.1. La libéralisation de l'économie indienne

Le principal responsable des réformes qui démantèleront peu à peu le système réglementaire qui cadenassait l'économie indienne est Manmohan Singh, ancien gouverneur de la Banque centrale, nommé par Narashima Rao, le nouveau premier ministre de l'Inde, qui a fait appel au FMI pour stabiliser la situation financière à court terme. Ainsi, des mesures d'urgence sont prises à l'été 1991 dans une perspective de longue durée, dont la première à procéder à l'annulation progressive du système « License Raj », un carcan bureaucratique qui se caractérisait par l'omniprésence de l'administration dans le contrôle des activités économiques des secteurs privé et public, notamment par le biais de l'octroi ou du retrait des licences nécessaires aux opérations économiques réglementées. Chaque entreprise devait demander une autorisation administrative pour augmenter ou diversifier sa production.

Le premier domaine concerné par l'allégement des procédures administratives est le secteur extérieur. Dès juin 1991, les licences autorisant l'importation de matières premières sont remplacées par des titres négociables sur un marché où peuvent intervenir les exportateurs et les firmes opérant sur le marché national. Parallèlement, les droits de douanes frappant les importations sont progressivement réduits, qui passent de 200 % en 1991 à 40 % en 1995.

Par ailleurs, les formalités d'enregistrement des investisseurs étrangers sont simplifiées et leur marge de manœuvre élargie. Et pour restaurer la compétitivité de l'économie nationale et stimuler les exportations, la roupie est dévaluée de 25 % et son régime de change libéralisé, progressant vers la convertibilité pour les transactions courantes qui, a été achevée en mars 1994.

Le second secteur à être libéralisé est celui de l'industrie. La première initiative a concerné la suppression du « License Raj » sur l'industrie nationale en juillet 1992, à l'exception des secteurs liés à la défense nationale et à l'environnement. Les limitations administratives aux activités des grandes entreprises sont elles aussi assouplies. De plus, le financement de la croissance industrielle est stimulé par l'ouverture des marchés financiers et l'allégement de la tutelle publique sur le secteur bancaire. En outre, les entreprises publiques déficitaires sont subventionnées par l'État dont le soutien reste substantiel.

La conjonction de ces mesures a porté ces fruits, puisque la production industrielle a monté en puissance qui a enregistré une croissance annuelle de plus de 7 % à partir de 1995[16].

Cependant, c'est le secteur des services qui a connu l'essor le plus spectaculaire, avec une croissance annuelle moyenne supérieure à 10 % durant les années 1990[17]. Il est important de souligner, à cet égard, que l'émergence de l'Inde a tiré une bonne partie de son caractère atypique du fait que la croissance y a d'abord été tirée par les services, et en particulier par les activités de Back Office dont l'attractivité pour les tâches les plus sophistiquées reposait sur le rapport qualité/prix des informaticiens indiens.

Les atouts du pays en la matière s'expliquent d'abord par l'excellence et le nombre de ses ingénieurs. Ceci a été concrétisé par la politique de l'enseignement supérieur très élitiste mise en œuvre par le gouvernement qui valorise le savoir acquis par l'étude dans des domaines scientifiques. Et le secteur informatique a été le premier à bénéficier de cette initiative dans un contexte des plus favorables.

Par ailleurs, la libéralisation économique a permis la création d'entreprises nouvelles exerçant dans le domaine informatique.

2.2. L'ouverture aux investissements directs étrangers

La réponse des entreprises étrangères aux premières mesures de libéralisation extérieure est prudente, les IDE entrants en Inde ne dépassent pas 500 millions de dollars durant la première année (1991-92). Mais progressivement, ils augmentent par la suite, pour atteindre 5,6 milliards en 1996-97[18].

Les premiers investisseurs sont les États-Unis, la Grande Bretagne, le Japon et la Suisse. A partir de 1995, les autres pays asiatiques notamment Corée du Sud, Taïwan, Singapour et Hong-Kong, commencent eux aussi à s'intéresser à l'économie indienne.

De ce fait, les IDE entrants accélèrent leur progression et commencent à se diversifier. Ils touchent désormais l'ensemble des secteurs industriels, de l'industrie lourde à la production de biens de consommation en passant par la distribution ou les services.

En 2008, la politique d'attraction des investissements étrangers se poursuit. Les autorités dévoilent un projet de création de 237 zones économiques spéciales (ZES) sur le modèle chinois, destinées aux entreprises étrangères désireuses de limiter les contraintes administratives sur leurs activités. Ce projet s'est développé dans des conditions

[16] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 104.
[17] Idem, 2011, p. 104.
[18] Idem, 2011, p. 105.

institutionnelles appropriées, et le rythme de croissance des IDE s'est accéléré et le commerce extérieur est stimulé en retour.

Ainsi, l'Inde n'est plus seulement envisagée comme une plate-forme de production à faible coût mais devient un marché à part entière qui fait espérer de grandes réalisations futures.

Le montant des IDE reçus atteint 19,7 milliards d'euros sur la période 2009-2010. Et les échanges extérieurs ont permis d'accumuler plus de 270 milliards d'euros de réserves de change en 2010[19].

3. Les trajectoires d'émergence de la Russie

L'émergence de la Russie est souvent mal vue car la Russie est dans une grande mesure une économie de rente, mais cela ne veut pas dire qu'une croissance rapide et durable y est impossible, et la situation actuelle est plutôt prometteuse à cet égard. En effet, la croissance russe a été essentiellement boostée par la hausse du prix du pétrole et la chance que cette évolution soit jusqu'ici linéaire.

Néanmoins, la trajectoire de l'économie russe durant les vingt dernières années est loin d'être linéaire. Des réformes ont été engagées du temps de l'URSS par la « Perestroïka » au milieu des années 1980, mais celles-ci ont connu une période chaotique entre 1992 et 1998, puis une phase de stabilisation durant les années 2000.

3.1. La « perestroïka » : le programme de restructurations économiques

Mikhaïl Gorbatchev, à la tète du parti communiste de l'URSS, lance en mars 1985 un vaste programme de restructurations économiques : la « Perestroïka ». Mise en œuvre en 1986-1987, les premières mesures touchent les entreprises d'État, qui peuvent s'affranchir en partie des contraintes du plan, et les relations économiques extérieures avec l'abolition officielle du monopole d'État sur le commerce extérieur et obtiennent l'autorisation de créer des entreprises conjointes entre sociétés soviétiques et étrangères.

En juin 1988, les coopératives privées sont autorisées à réaliser des opérations économiques de manière autonome, y compris avec l'étranger. Le contrôle est assuré par un système d'octroi de licences de commerce extérieur.

Cependant, les effets de ces mesures ne sont pas à la hauteur des espérances, car les administrations rechignent à se dessaisir des pouvoirs de contrôle qui étaient les leurs

[19] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 105.

jusqu'alors. Mais pas seulement, les tenants de l'ancien régime s'attachent à limiter sur le terrain l'effectivité des mesures prises par les autorités.

Dans ce contexte, des revendications d'autonomie que se soit politique ou économique sont exprimées vis-à-vis du pouvoir central, ce qui laisse ce dernier lancer d'autres programmes de recadrage économique.

En novembre 1989, un programme du gouvernement est mis en place pour assurer la transition vers une économie mixte de marché réglementaire. En août 1990, « programme Chataline » est mis en œuvre pour une transition en 500 jours vers une économie de marché.

Puis en septembre 1990, une autorisation est donnée par le Soviet Suprême au Président Gorbatchev de poursuivre les réformes économiques par décret.

3.2. La libéralisation de l'économie russe

Fin 1991, les autorités de la Russie, sous la présidence de Boris Eltsine, élaborent un programme de réformes économiques destiné à remédier aux carences de la défunte Perestroïka.

Ce programme qui vise principalement à assurer le passage d'un système d'économie planifiée à un système économique reposant sur le marché, se base sur trois piliers : libéralisation, stabilisation et restructuration.

La libéralisation : qui permet de décentraliser la prise de décision économique au niveau des acteurs privés eux-mêmes : les décisions de création d'entreprise, d'investissement, d'innovation ou la détermination des prix ne doivent plus être entravées par des règles administratives.

La stabilisation financière : qui consiste à limiter les risques d'inflation en rigidifiant la contrainte budgétaire des agents. La Banque centrale, chargée de l'émission de la monnaie nationale, ne doit s'occuper que de maintenir la croissance des prix à un niveau faible et prévisible par les agents, compatible avec la stabilité du taux de change vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux internationaux.

La restructuration : elle découle de la modification de la définition des droits de propriété dans l'économie. L'héritage soviétique en la matière est celui de la propriété collective des moyens de production : l'État, représentant la communauté des citoyens soviétiques, les collectivités locales ou les collectifs d'ouvriers possède les entreprises, les immeubles ou les terrains. La restructuration vise à remplacer cette forme de propriété, réputée produire peu d'incitations à l'accroissement de l'efficacité de la production, par la propriété privée qui doit stimuler l'initiative et le soin apporté à leurs actifs par les individus.

Par la suite, d'autres mesures se sont succédées à savoir celle de 1992 qui établie la liberté d'entreprendre et de commercer sur tout le territoire de la Russie. Elle est proclamée ouverte aux capitaux étrangers et tous les droits de douane sur les importations sont supprimés. Cependant, des problèmes se sont apparus juste après, ce qui pousse les autorités de revenir en urgence sur certaines décisions : le taux de la TVA est abaissé, certains prix sont gelés, les droits de douane sont rétablis et le contrôle des changes est réactivé.

En 1995, une autre politique d'inspiration monétariste est adoptée. Elle consiste à rendre le rouble totalement convertible en devises, y compris pour les opérations en capital, qui sont les plus spéculatives, tout en fixant des limites aux variations de son cours vis-à-vis du dollar. Elle met fin au financement monétaire du déficit budgétaire, obligeant l'État à réduire son déficit et à recourir à l'emprunt pour le financer. Elle ouvre la possibilité aux non-résidents de souscrire aux obligations d'État à court terme, ce qui revient à connecter directement les financements publics aux mouvements internationaux de capitaux à court terme.

Toutefois, avec le temps, les effets négatifs de cette politique commencent à se faire sentir, conjugués à d'autres facteurs extérieurs précipitent ainsi la Russie à entrer en crise, celle déclenchée en 1998.

3.3. Emergence de la Russie par les hydrocarbures

La Russie a réussi à rebondir de manière remarquable durant les mois suivant le défaut de 1998 grâce à sa manne pétrolière.

Le prix de pétrole qui atteint son niveau plancher, en mars 1999, reprend sa croissance à un rythme qui détermine celui des exportations. En moyenne, la hausse des recettes d'exportation enregistrées par la Russie entre 1999 et 2008 est de près de 25 % par an. L'excédent commercial, qui en 1998 s'établissait à moins de 10 milliards de dollars en rythme annuel avant la dévaluation, atteint 40 milliards l'année suivante. Il poursuit son envol par la suite pour dépasser 200 milliards en 2008[20].

Dans le même temps, l'autre facteur qui a permis la reprise est la dévaluation. Le décrochage du rouble profite à l'industrie nationale notamment l'industrie légère qui, n'ayant pas licencié, peut rapidement substituer sa production aux importations en réactivant les capacités de production mises en sommeil et en rappelant la main-d'œuvre sous-employée. Ainsi, l'augmentation de l'excédent commercial enregistré s'explique également par la contraction des importations.

[20] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 106.

4. Les trajectoires d'émergence du Brésil

Brésil, 1985, après vingt ans de régime militaire, la démocratie est rétablie qui s'avère solide et à l'épreuve du temps, permettant de consolider les bases institutionnelles de la croissance, l'abandon des politiques de substitution aux importations adoptées dans les années 1960 et leur remplacement par une politique d'ouverture aux capitaux étrangers, ainsi que la promotion des exportations.

Mais à peine installée, la démocratie brésilienne fait face à une inflation galopante et une récession économique qui occupent le devant de la scène. En 1993, l'inflation annuelle atteint le niveau record de 2600 %[21]. Ainsi, les priorités du pays sont totalement orientées vers la correction de ce fléau et devient une pré-condition à toute possibilité d'amélioration de la situation économique d'ensemble. Une série de réformes ont été engagées :

4.1. Les réformes monétaire et institutionnelle

En juillet 1994 est lancé par Fernando Cardoso, ministre des finances, le « plan real » qui vient modifier, après huit ans de spirale inflationniste, les dimensions de l'institution monétaire.

La première mesure consiste à créer une nouvelle monnaie, le « real », qui signifie à la fois « réel » et « royal ». Cette monnaie marque la volonté de rompre avec l'ancien système, celui de la complaisance envers les déficits et de l'absence de rigueur économique, tout en rassurant la population par une vaste compagne de communication que ce plan diffère des tentatives précédentes soldées par un échec.

Le « real » est défini sur la base d'une parité fixe avec le dollar (c'est l'ancrage nominal). De cette manière, un repère extérieur est établi pour contribuer à crédibiliser et contrôler l'engagement des autorités monétaires en faveur de la stabilisation de leur monnaie.

Parallèlement, d'autres mesures sont prises, qui ont modifié peu à peu le visage de l'économie brésilienne. Ils concernaient la privatisation des entreprises publiques considérées comme coûteuses et peu efficaces. De plus, l'économie nationale a été progressivement ouverte à la concurrence mondiale, tout en restant relativement protégée par un niveau élevé de tarifs douaniers.

Ainsi, la conjonction de ces mesures avec l'adoption du real, a permis la baisse de l'inflation à 23 % en 1995, à 13 % en 1996 pour aboutir à 0,5 % en 1998[22]. Et l'économie

[21] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 106.
[22] Idem, 2011, p. 108.

brésilienne est devenue plus efficace et réagit plus rapidement aux changements qui affectent l'économie mondiale.

4.2. L'ouverture du Brésil à l'international

Les privatisations menées par le gouvernement permettant de financer la restructuration des entreprises sont principalement financées par des capitaux étrangers. A partir de 1995, les flux d'IDE entrants représentent jusqu'à 30 milliards de dollars par an[23].

Une partie de ces entreprises privatisées ont été orientées vers l'exportation qui se sont généralement spécialisées dans l'agroalimentaire, la chimie, la sidérurgie, l'automobile et l'aéronautique. Progressivement, ces secteurs exportateurs se renforcent, permettant au Brésil de s'affirmer comme l'un des principaux exportateurs industriels.

Mais pas seulement, après 2005, le Brésil devient aussi un important exportateur de capitaux, avec 25 milliards de dollar d'IDE sortants en 2006[24].

Par ailleurs, le Brésil est l'initiateur d'un vaste plan d'intégration économique à l'échelle de l'Amérique latine avec la création, dans un premier temps, du « Mercosud »[25] en 1991, qui a donné la possibilité au commerce régional de se développer entre 1991 et 1998.

Puis, dans un deuxième temps, le projet d'intégration économique régionale est relancé en 2004 par la création de la communauté Sud-américaine des nations qui devient, en 2008 à Brasilia, l'Union des nations Sud-américaines associant le Mercosud, la communauté andine (Colombie, Bolivie, Equateur, Pérou) et les trois autres États du continent Sud-américain (Chili, Guyana, Suriname).

Le Brésil émerge donc rapidement sur la scène internationale, et devient dixième puissance économique du monde et à égalité avec le canada, le Brésil compte désormais dans le concert des nations.

5. Les trajectoires d'émergence de l'Afrique du Sud

L'Afrique du Sud possède depuis longtemps certaines caractéristiques que l'on attribue aux pays émergents : compétitivité, accumulation du capital, maîtrise de son développement, dépassement incontesté de l'économie rentière, effets d'entrainement et aussi de domination sur les autres économies africaines, existence d'un marché financier institutionnalisé et

---

[23] VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 108.
[24] Idem, 2011, p. 109.
[25] Projet d'union douanière entre le Brésil, l'Argentine, l'Uruguay et le Paraguay.

capacité de négociation avec les pays développés…etc. Cependant, cette émergence n'empêche pas la survivance, à l'intérieur du pays, d'importantes poches de pauvreté.

L'économie sud-africaine n'a pas vécu un décollage semblable à celui qu'ont connu les pays émergents d'Asie ou d'Amérique latine mais elle possède une réelle puissance économique. En voici quelques points de la trajectoire d'émergence de ce pays :

5.1. Les réformes institutionnelle et économique

L'élection de Nelson Mandela en 1994, s'est traduite par la formation d'un gouvernement d'union nationale, où des politiques actives seront mises en place pour l'établissement d'un cadre institutionnel cohérent qui puisse contenir les tensions accumulées depuis des décennies, ouvrir la voie à l'établissement d'une véritable « nation arc en ciel » tout en assurant un contrôle suffisant des transformations impulsées.

Ces politiques contribuent à l'apaisement, tout relatif, de la société et renforce la légitimité des nouvelles institutions.

Sur le plan économique, un programme est mis en œuvre le « GEAR » (Growth, Employment and Redistrubution) qui établit pour le moyen terme les grands objectifs de la transition de l'Afrique du Sud :

- Développer les sources potentielles de croissance en décentralisant davantage l'économie ;
- Lutter contre le chômage de masse qui touche plus de 30 % de la population active ;
- Et assurer la redistribution des revenus et des actifs économiques, en particulier la terre et les capitaux productifs en direction des non Blancs.

Pour y parvenir, le gouvernement projette de transformer l'économie sud-africaine, très largement étatisée, en une économie mixte, dans laquelle le secteur privé et concurrentiel pourrait se développer pour compléter l'offre de biens et services du secteur public.

Ainsi, un programme de restructuration des grandes entreprises publiques est engagé, qui comporte des privatisations. Ce programme de privatisations doit permettre à l'État de maintenir son endettement, qui progressait à la faveur de plusieurs années de déficit budgétaire, à des niveaux insoutenables.

5.2. L'ouverture de l'Afrique du Sud à l'international

Pour accompagner et stimuler la progression de la productivité, l'économie sud-africaine est progressivement ouverte à la concurrence internationale. Le contrôle des changes est levé,

les droits de douanes sur les biens d'équipement (en particulier l'automobile) sont réduits, ce qui encourage les investissements directs étrangers.

L'Union européenne, premier partenaire commercial de l'Afrique du Sud avec laquelle un traité de libre-échange est signé en 1999, devient l'un des principaux pourvoyeurs d'IDE, aux côtés des États-Unis et de l'Asie.

En retour, les exportations sud-africaines, qui ne sont plus handicapées par les sanctions internationales, progressent à un rythme de plus de 10 % par an[26].

Annexe n° 10: Évolution des principales variables macroéconomiques des pays émergents (pendant la crise)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
			Chine			
Exportations totales (en milliards de dollars)	1 339.5	1 565	1 331	1 748	2 080	2 239
Exportations vis-à-vis des USA (en milliards de dollars)	347.5	-	221.4	282.9	427.2	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27 (en milliards de dollars)	329.8	-	237.07	311.3	428.5	-
Balance commerciale (en milliards de dollars)	1173.5	280	167	161	100	140
Taux de croissance du PIB en %	13	9	8.7	10.4	9.3	7.8
			Inde			
Exportations totales	235	285	241	326	442	441
Exportations vis-à-vis des USA	31.7	-	20.03	23.6	51.1	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27	42.7	-	32.08	41.7	66.2	-

26 VERCUEIL Julien, op.cit., 2011, p. 109.

Balance commerciale	155.9	-98	-77	-174	-145	-170
Taux de croissance du PIB en %	10.1	6.2	5.0	11.0	7.9	4.9
Brésil						
Exportations totales	183.2	227	179	232	293	281
Exportations vis-à-vis des USA	30.04	-	15.8	19.3	37.7	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27	44.6	-	33.7	43.2	60.1	-
Balance commerciale	145.2	0	1.0	-19	17	5
Taux de croissance du PIB en %	6.1	5.2	-0.3	7.5	2.7	1.0
Russie						
Exportations totales	374.3	522	346	444	575	587
Exportations vis-à-vis des USA	20.2	-	9.03	11.9	39.2	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27	210.2	-	134.6	183.8	294.3	-
Balance commerciale	315.1	155	94	126	203	269
Taux de croissance du PIB en %	8.5	5.2	-7.8	4.5	4.3	3.4
Afrique du Sud						
Exportations totales	83	94	74	96	111	102
Exportations vis-à-vis des USA	9.3	-	4.8	7.07	17.6	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27	28.4	-	14.2	18.6	24.7	-
Balance commerciale	65.7	-22	-12	-16	-20	-10
Taux de croissance du PIB en %	5.5	3.6	-1.5	3.1	3.6	2.5

Indonésie						
Exportations totales	130	139	120	175	221	210
Exportations vis-à-vis des USA	15.2	-	12.35	14.3	19.9	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27	17.5	-	14.73	17.2	22.5	-
Balance commerciale	105.8	13.0	7.6	10	12	14
Taux de croissance du PIB en %	6.3	6.0	4.6	6.2	6.5	6.3
Mexique						
Exportations totales	289.8	292	230	314	365	387
Exportations vis-à-vis des USA	228.08	-	185.2	238.7	279	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27	16.2	-	10.8	13.4	22.6	-
Balance commerciale	249.4	-31	-32	-20	-40	-18
Taux de croissance du PIB en %	3.1	1.4	-4.7	5.1	4.0	3.9
Turquie						
Exportations totales	135.4	166	135	147	173	195
Exportations vis-à-vis des USA	4.9	-	3.4	3.8	5.4	-
Exportations vis-à-vis de l'UE-27	77.9	-	47.02	52.6	84.4	-
Balance commerciale	48.8	-36.0	-18.0	-56	-66	-44
Taux de croissance du PIB en %	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1

Source : Construit à partir des rapports de l'OMC (2007-2013), de la CNUCED (2008-2010-2012) et de la base des données du FMI, tirées du site web: www.imf.org ⮐IMF Data and Statistics/ Principal Global Indicators, consulté le : 26/05/2014.

Annexe n° 11: Évolution des principales variables macro-financières des pays émergents (pendant la crise)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chine						
IDE entrants[27] (en millions de $)	83 521	108 312	95 000	114 734	123 985	253 475/2013 : 347 848
IDE en provenance des USA	-	-	37.060	35.244	44.611	35.748
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	35.012	30.456	39.897	28.653
Investissements de portefeuille[28] (en millions de $)	337 600	183 071	246 876	321 541	282 327	358 031/359 784
Investissements de portefeuille en provenance des USA (en millions de $)	121 276	64 816	92 886	134 817	115 644	144 743
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27 (en millions de $)	112 571	59 676	81 091	101 407	86 583	106 153
Solde courant en % du PIB[29]	10.9	9.8	9.9	7.0	5.6	1.6
Variation du taux de change[30]	7.61	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31
Réserves de change[31] (en milliards de dollars)	1 546	1 966	2 452	2 913	3 254	3 387
Variation du taux d'intérêt [32]	-0.2	-2.3	6	-0.8	-1.2	3.9

27 Rapport de la CNUCED (2010-2012).
28 Base de données du FMI. Tiré du site web: www.imf.org /IMF Data and Statistics/ Principal Global Indicators. Date de consultation le: 28/05/2014.
29 Rapport de la CNUCED (2010-2012) et base de données Perspective Monde (Sherbrook), tirées du site web : www. Perspective.usherbrooke.ca /Statistiques/Economie/Indicateurs, consulté le : 26/05/2014.
30 Base de données Perspective Monde (Sherbrook). Tiré du site web : www. Perspective.usherbrooke.ca Statistiques/Economie/Indicateurs, consulté le : 01/06/2014.
31 Idem.
32 Extrait de la base de données de la Banque mondiale. Tiré du site web : www.banquemondiale.org/ Données/Indicateurs, consulté le : 22/06/2014.

Performance des indices boursiers[33] en %	13.6	5.1	3.0	4.1	6.1	3.7
			Inde			
IDE entrants (en millions de $)	25 001	40 418	34 613	24 159	31 554	28 033/28 153
IDE en provenance des USA	-	-	-	35.598	30.364	32.562
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	-	31.974	26.523	29.14
Investissements de portefeuille (en millions de $)	359 418	198 377	325 389	368 766	252 214	313 253/231 548
Investissements de portefeuille en provenance des USA	85 149	31 917	65 495	91 486	58 594	78 846
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27	107 892	30 573	62 648	87 957	57 800	69 802
Solde courant en % du PIB	-1.7	-2.3	-2.0	-3.2	-3.2	-4.8
Variation du taux de change	41.35	43.51	48.41	45.73	46.67	53.44
Réserves de change (en milliards de dollars)	276	257	284	300	298	300
Variation du taux d'intérêt	6.87	4.28	5.77	-0.48	1.74	2.27
Performance des indices boursiers en %	49.5	28.6	17.3	-	-	26.7
			Brésil			
IDE entrants (en millions de $)	34 585	45 058	25 949	48 506	66 660	76 110/80 842
IDE en provenance des USA	-	-	-	122.584	119.257	113.440
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	-	111.307	126.559	118.825

[33] Base de données du FMI. Tiré du site web: www.imf.org /IMF Data and Statistics/ Principal Global Indicators, consulté le: 20/07/2014.

Investissements de portefeuille (en millions de $)	373 153	205 028	441 133	554 981	497 230	574 547/416 427
Investissements de portefeuille en provenance des USA	188 807	91 453	212 809	235 129	196 178	216 116
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27	114 580	56 940	133 127	190 299	181 486	228 417
Solde courant en % du PIB	0.1	-1.7	-1.5	-2.2	-2.1	-2.4
Variation du taux de change	1.95	1.83	2.00	1.76	1.67	2.04
Réserves de change (en milliards de dollars)	538	541	238	288	352	373
Variation du taux d'intérêt	35.76	35.92	34.95	29.35	34.51	29.70
Performance des indices boursiers en %	14.8	9.1	-	13.2	-	7.4
Russie						
IDE entrants (en millions de $)	55 073	75 461	38 722	43 167	55 083	51 416/70 653
IDE en provenance des USA	-	-	-	-	-	-
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	-	-	-	-
Investissements de portefeuille (en millions de $)	224 535	74 413	139 908	176 242	144 598	199 224/196 619
Investissements de portefeuille en provenance des USA	80 919	24 616	50 814	62 285	51 334	66 531
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27	101 161	32 927	59 027	78 467	62 487	89 216
Solde courant en % du PIB	5.9	6.3	4.0	4.4	5.1	3.5
Variation du taux de change	25.58	24.85	31.74	30.37	29.38	30.84
Réserves de change (en milliards de	478	426	439	479	497	537

dollars)						
Variation du taux d'intérêt	-3.31	-4.86	13.05	-2.95	-6.13	0.60
Performance des indices boursiers en %	13.3	5.5	4.9	6.9	-	5.1
Afrique du Sud						
IDE entrants (en millions de $)	5 695	9 006	5 696	1 228	5 807	4 691/8 178
IDE en provenance des USA	-	-	12.415	15.315	12.111	11.711
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	75.77	90.51	79.505	82.476
Investissements de portefeuille (en millions de $)	106 411	66 853	109 203	158 113	142 246	176 126/153 551
Investissements de portefeuille en provenance des USA	53 141	32 218	53 519	77 934	70 511	85 830
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27	32 900	21 257	35 835	57 998	48 945	56 558
Solde courant en % du PIB	-7.3	-7.5	-4.0	-1.9	-2.3	-5.2
Variation du taux de change	7.05	8.26	8.47	7.32	7.26	8.21
Réserves de change (en milliards de dollars)	32	34	39	43	48	50
Variation du taux d'intérêt	4.71	6.59	3.15	2.45	2.79	3.12
Performance des indices boursiers en %	3.7	6.8	4.2	17.9	13.1	22.7
Indonésie						
IDE entrants (en millions de $)	6 928	9 318	4 877	13 771	18 906	19 852/23 286
IDE en provenance des USA	-	-	8.615	14.121	-	-
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	-	-	-	-

Investissements de portefeuille (en millions de $)	60 077	38 540	73 242	107 367	111 588	140 087/104 226
Investissements de portefeuille en provenance des USA	18 349	11 160	22 741	34 861	39 112	44 991
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27	18 564	9 192	18 759	32 996	36 139	41 078
Solde courant en % du PIB	2.4	0.1	2.0	0.7	0.2	-2.7
Variation du taux de change	9 141	9 699	10 390	9 090	8 770	9 387
Réserves de change (en milliards de dollars)	56	51	66	96	110	112
Variation du taux d'intérêt	2.34	-3.85	5.75	4.59	3.96	6.96
Performance des indices boursiers en %	15.9	3.0	-	11.8	-	15.2
Mexique						
IDE entrants (en millions de $)	27 440	23 683	12 522	20 709	19 554	12 659/39 171
IDE en provenance des USA	-	-	177.539	205.102	146.636	198.833
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	57.36	59.683	33.510	55.351
Investissements de portefeuille (en millions de $)	178 417	111 966	148 991	202 520	211 484	309 615/ 302 386
Investissements de portefeuille en provenance des USA	109 731	65 182	87 654	108 855	108 493	157 089
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27	40 849	27 050	38 013	53 809	58 888	82 872
Solde courant en % du PIB	-0.8	-1.4	-0.9	-0.3	-1.1	-1.3
Variation du taux de change	10.93	11.13	13.51	12.64	12.42	13.17
Réserves de change (en milliards de dollars)	87	95	99	120	149	167

Variation du taux d'intérêt	1.83	2.23	2.76	1.23	-1.03	1.07
Performance des indices boursiers en %	6.0	6.9	-	16.1	-	17.8
			Turquie			
IDE entrants (en millions de $)	22 023	18 148	7 611	9 038	15 876	12 555/12 918
IDE en provenance des USA	-	-	7.938	14.124	7.400	-
IDE en provenance de l'UE-27	-	-	25.161	31.096	15.924	27.393
Investissements de portefeuille (en millions de $)	94 993	60 453	87 876	127 688	109 357	172 079/107 573
Investissements de portefeuille en provenance des USA	25 046	15 850	28 526	40 088	28 684	50 124
Investissements de portefeuille en provenance de l'UE-27	18 465	19 830	21 967	35 339	37 015	61 909
Solde courant en % du PIB	-5.7	-5.2	-2.1	-6.3	-9.9	-10.6
Variation du taux de change	1.30	1.30	1.55	1.50	1.67	1.80
Réserves de change (en milliards de dollars)	76	73	74	85	89	119
Variation du taux d'intérêt	-0.12	-2.31	5.94	-1.14	-0.73	2.36
Performance des indices boursiers en %	9.5	6.1	10.2	-	-	52.5

Source : Construit à partir des rapports de la CNUCED (2010-2012) et de la base de données de Perspective Monde (Sherbrook), tirées du site web : www. Perspective.usherbrooke.ca ⇨ Statistiques/Economie/Indicateurs et celle du FMI, tirées du site web: www.imf.org ⇨ IMF Data and Statistics/ Principal Global Indicators.

Annexe n° 12: La mesure de l'ampleur de l'impact de la crise financière internationale de 2007 sur les pays émergents (en termes de croissance du PIB)

	2008	2009		2010		2011		2012	
	Variation par rapport à 2007	Variation par rapport à 2007	Variation par rapport à 2008	Variation par rapport à 2007	Variation par rapport à 2009	Variation par rapport à 2007	Variation par rapport à 2010	Variation par rapport à 2007	Variation par rapport à 2011
Chine	**-0.30**	**-0.33**	**-0.03**	**-0.2**	**+0.19**	**-0.28**	**-0.10**	**-0.4**	**-0.16**
Inde	**-0.38**	**-0.50**	**-0.19**	**+0.08**	**+1.2**	**-0.21**	**-0.28**	**-0.51**	**-0.37**
Brésil	**-0.14**	**-1.04**	**-1.05**	**+0.22**	**-26**	**-0.55**	**-0.64**	**-0.83**	**-0.62**
Russie	**-0.38**	**-1.91**	**-2.5**	**-0.47**	**-1.57**	**-0.49**	**-0.04**	**-0.6**	**-0.20**
Afrique du Sud	**-0.34**	**-1.27**	**-1.41**	**-0.43**	**-3.06**	**-0.34**	**+0.16**	**-0.54**	**-0.30**
Indonésie	**-0.04**	**-0.26**	**-0.23**	**-0.01**	**+0.34**	**+0.03**	**+0.04**	**0**	**-0.03**
Mexique	**-0.54**	**-2.51**	**-4.35**	**+0.64**	**-2.08**	**+0.29**	**-0.21**	**+0.25**	**-0.02**
Turquie	**-0.85**	**-2.02**	**-7.85**	**+0.95**	**-2.91**	**+0.87**	**-0.04**	**-0.55**	**-0.76**

Source : Calculs établis par nous même à partir de la base de données du FMI. Tiré du site web: www.imf.org ⇨IMF Data and Statistics/ Principal Global Indicators.

Listes des figures, graphiques, tableaux et annexes

Liste des figures

Liste des graphiques

Liste des tableaux

Liste des annexes

Table des Matières

Table des matières

Résumé :

Le système financier a connu, à partir de la fin 2007, une crise d'une ampleur sans précédent, la plus grave qu'il ait connu depuis les années 1930. Cette crise, circonscrite initialement au marché immobilier américain, a progressivement affecté l'ensemble du système financier mondial en l'emmenant au bord de l'effondrement et provoquant une chute brutale de l'activité dans les principales économies.

En effet, la crise financière internationale de 2007 se caractérise par sa dimension internationale et son ampleur, touchant les pays avancés comme les pays émergents. Ceux-ci été touchés de façon exceptionnellement synchronisée avec un fort recul de leur croissance. Beaucoup d'économistes et de responsables politiques sont restés surpris par son ampleur, par la rapidité de sa propagation et de sa portée géographique à travers le monde qui, désormais, viennent de remettre en avant des préoccupations par rapport au phénomène de contagion. Par ailleurs, l'incidence de ce cataclysme financier et économique sur les pays avancés dans une courte période ainsi que la contamination des pays émergents qui semblaient résilients et à l'abri de la crise initialement, a fait raviver le débat sur la relation entre interdépendance et contagion mais aussi sur le clivage fondamentaux et contagion.

Dés lors, il convient de s'interroger sur la façon d'analyser empiriquement ce phénomène de contagion dans un contexte mondial où les économies sont caractérisées par un fort degré d'interdépendances commerciale et financière tout en tenant compte, par ailleurs, de l'effet des fondamentaux (c'est-à-dire de la fragilité préexistante des économies affectées).

La vérification empirique de la pertinence de ces deux facteurs dans la contagion de la crise financière internationale de 2007 vers les économies émergentes, est l'objet de ce mémoire. Il s'agit d'analyser les mécanismes de l'éclatement de cette crise, de sa propagation et d'examiner ses effets de contagion, en particulier, sur les pays émergents qui constituent notre champ d'analyse.

Ainsi, les principaux résultats qui ressortent de cette étude permettent de dire que la crise financière internationale de 2007 s'est transmise vers les pays émergents par des canaux distincts notamment commercial et financier dont l'ampleur de l'impact a été variable avec des degrés d'intensité différents d'une économie à une autre, en raison de leurs interdépendances disparates et des structures économiques et équilibres financiers de pré-crise très hétérogènes.

Mots clés : Crises financières, contagion, crise financière internationale de 2007, canaux de transmission, effets de contagion, interdépendances, fondamentaux, pays émergents.

Abstract

The financial system has known from the end of 2007, a crisis of an unprecedented severity since the 1930s. The crisis initially confined to the American housing market, has gradually affected the global financial system that has almost collapsed, causing a sharp drop in economic activities in major economies.

Indeed, the international financial crisis of 2007 was characterized by its international dimension and scale (extent), affecting both advanced and emerging countries alike. Most countries were affected in an exceptional synchronized manner, with a sharp decline in economic growth. Many economists and policymakers were extremely surprised by the scale, the speed of its spread around the world, which led us to focus on the analysis of the propagation and contagious effects of the 2007 international financial crisis on emerging countries. However, the impact of the financial and economic cataclysm on advanced economies in such a short period. Whereas, the contamination of emerging countries that seemed resilient and immune from the initial crisis has revived the debate on the relationship between interdependence and contagion but also on the fundamental disparities and contagion.

Hence, it is necessary to consider how to analyze empirically the propagation and contagious phenomenon in a global context where economies are characterized by a high degree of trade and financial interdependence, taking into account also the effect on the fundamentals (that is to say, the pre-existing fragility of the affected economies). The purpose of this research study is to verify empirically the relevance of these two factors in the spread of the global financial crisis of 2007 to emerging economies. Thus, to analyze the mechanisms of the propagation of this crisis from spreading and to examine the contagious effects, especially on emerging countries making up our research field analysis.

Thus, the main results from this research study allow us to conclude that the international financial crisis of 2007 was transmitted to emerging countries by different channels, particularly, commercial and financial and the magnitude of the impact varied with different degrees of intensity from one economy to another, due to their different interdependences, economic and financial structure enabling them to withstand and face up to the contagious effect on some emerging countries.

Keywords: Financial crisis, propagation and contagion, international financial crisis of 2007, transmission channels, contagious effects, interdependencies, emerging countries.